

Martin Soliva
Roland Hofmann (Hrsg.)

Risikowahrnehmung privater Anleger aus Berateroptik

Reihe "Financial Consulting", Band 2-2010

Institut für Banking & Finance IBF
School of Management and Law
**ZHAW Zürcher Hochschule
für Angewandte Wissenschaften**

Risikowahrnehmung privater Anleger aus Berateroptik
Martin Soliva
Roland Hofmann (Hrsg.)

Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften
Institut für Banking & Finance IBF Reihe "Financial Consulting", Band 2-2010
ISBN-13: 978-3-905745-33-7

Alle Rechte vorbehalten
© Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften, Winterthur 2010

Das IBF ist ein Institut der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften
www.ibf.zhaw.ch

Begleitwort des Herausgebers

Die vorliegende Arbeit entstand als Master Thesis im Rahmen des Weiterbildungsstudiums Master of Advanced Studies (MAS) in Financial Consulting an der ZHAW School of Management and Law. Wir freuen uns, Ihnen mit dieser Online-Publikation der Reihe „Financial Consulting“ ausgewählte Arbeiten vorzustellen. Der Auswahlprozess berücksichtigt neben der Qualität der Arbeit auch deren Aktualität und Innovation.

Mit der Master Thesis wird festgestellt, ob die Studierenden fähig sind, selbständig eine Problemstellung aus dem Bereich der Unterrichtskurse schriftlich zu behandeln und mündlich vor Betreuer und Koreferent zu vertreten. Die Master Thesis wird während einer Zeitspanne von 12 Wochen verfasst. Danach erfolgt die mündliche Vertretung. Am Ende dieser Studienphase findet ein Kolloquium statt, in dem die Arbeiten des Studiengangs vorgestellt und diskutiert werden. Jedes Jahr bearbeiten Studierende so eine Fülle von Themen, die sich mit Fragen der privaten Finanzberatung auseinandersetzen.

Die Studierenden erarbeiteten die Master Thesis selbständig. Sie werden in diesem Prozess durch zwei Dozierende begleitet. Die Studierenden sind für die inhaltliche und formelle Gestaltung der Arbeit selbst verantwortlich. Sie haben sich einverstanden erklärt, dass die vorliegende Arbeit im Rahmen dieser Reihe veröffentlicht wird.

Reihe „Financial Consulting“

In dieser Reihe sind bisher folgende Online-Publikationen erschienen:

- | | |
|--------|---|
| 1-2010 | Rita Amrein
Hedge Funds – Sinn oder Unsinn für den Privatanleger
(ISBN 978-3-905745-32-0) |
| 2-2010 | Martin Soliva
Risikowahrnehmung privater Anleger aus Berateroptik
(ISBN 978-3-905745-33-7)
Preisträger Jefferies-Studienpreis 2010 |
| 3-2010 | Patrik Spillmann
Unterschiede bei Exchange Traded Funds (ETF)
(ISBN 978-3-905745-34-4) |
| 4-2010 | Thomas Bamert
Die Wiederanlage von Vorsorgegeldern
(ISBN 978-3-905745-35-1) |
| 5-2010 | Gabriela Gauderon
Auftragsrechtliche Aspekte der Willensvollstreckung
(ISBN 978-3-905745-36-8) |
| 6-2010 | Urs Kappeler
Lebzeitige Zuwendungen an den „bevorzugten“ Nachkommen
(ISBN 978-3-905745-37-5) |

Die Online-Publikationen der Reihe „Financial Consulting“ sind abrufbar unter:

<http://www.zhaw.ch/de/zhaw/hochschul-online-publikationen/wirtschaft-management-recht.html>

MAS in Financial Consulting

Seit 1997 führt die ZHAW School of Management and Law den Master of Advanced Studies in Financial Consulting durch. Das Programm richtet sich an ambitionierte Mitarbeitende aus der Finanzdienstleistungsbranche. In einem zweijährigen, berufsbegleitenden Weiterbildungsstudium werden die Teilnehmenden zu einer ganzheitlichen, kompetenten und objektiven Finanzberatung der Privatkundschaft befähigt. Bisher haben über 370 Studierende das Studium erfolgreich abgeschlossen.

Institut für Banking & Finance IBF

Die Finanzintermediation ist Untersuchungsgegenstand der Lehre und der anwendungsorientierten Forschung und Entwicklung unseres Instituts. Die Gliederung des Instituts in die drei Zentren für Business Banking, Alternative Investments & Risk Management, für Risk & Insurance und in die Fachstelle für Accounting & Controlling widerspiegelt die thematischen Schwerpunkte unserer Lehr- und Forschungstätigkeit.

Das Institut für Banking & Finance orientiert sich an einem mehrdimensionalen Denkmodell, das verschiedene Optiken verbindet: Die klassische Betriebsökonomie (basierend auf dem St.Galler Modell) wenden wir auf die Besonderheiten der Finanzsysteme und der Finanztechnik an. Im Zentrum steht vor allem die zunehmende Segmentierung der relevanten Anbieter- und Nachfragermärkte.

Im Rahmen unseres vierteiligen Leistungsauftrags – Lehre und Weiterbildung, anwendungsorientierte Forschung und Entwicklung und Dienstleistungen – fokussieren wir uns insbesondere auf folgende Themenbereiche:

- Alternative Investments
- Risk Management
- Analyse, Design und Optimierung von Wertschöpfungsprozessen
- Management Accounting und MIS

Neben der Behandlung der aktuellen Praxis geht es uns vor allem auch darum, neue Produktinnovationen, Prozessdesigns und Distributionsformen der Finanzindustrie frühzeitig zu antizipieren. Unsere Lehr- und Forschungstätigkeit ist primär Inland- und KMU-orientiert. Weiter Informationen finden Sie unter www.ibf.zhaw.ch.

Winterthur, im November 2010

Roland Hofmann
Studienleiter MAS in Financial Consulting

Management Summary

Der Financial Consultant ist in der Beratungspraxis häufig mit einer verzerrten Risikowahrnehmung seiner Kunden konfrontiert. Dies steht im Gegensatz zur traditionellen Finanztheorie, die davon ausgeht, dass Anleger Nutzenmaximierer mit rationalen Erwartungen sind. Das übergeordnete Ziel der vorliegenden Masterthesis ist, die Wahrnehmung von Anlagerisiken umfassend zu analysieren und daraus Implikationen für die Beratungspraxis abzuleiten. Im theoretischen Teil dieser Arbeit werden verschiedene Einflussfaktoren auf die Risikowahrnehmung diskutiert, wobei dem Einfluss psychologischer Effekte auf die Wahrnehmung von Anlagerisiken ein besonderes Augenmerk gilt. Aufbauend auf diesen Erkenntnissen wurde im empirischen Teil der Arbeit eine Umfrage durchgeführt, an der 256 Kundenberater von Schweizer Finanzinstituten teilnahmen. Die Ergebnisse dieser Umfrage zeigen, dass Kundenberater durch ihre fundierten Finanzkenntnisse Anlagerisiken realistischer wahrnehmen als Schweizer Aktionäre. Bei der Einschätzung der Anlagerisiken von vier verschiedenen Anlagestrategien, die mit drei unterschiedlichen Darstellungsarten präsentiert wurden, kommt jedoch die Subjektivität des wahrgenommenen Risikos deutlich zum Vorschein. Es kann gezeigt werden, dass die Risikodarstellungsart, entgegen der Ansicht der traditionellen Finanztheorie, sehr wohl einen Einfluss auf das wahrgenommene Risiko hat. Die Umfrageergebnisse zeigen ausserdem, dass sich Risiken mit rein quantitativen Risikoparametern, wie bspw. der Volatilität, nur ungenügend beschreiben lassen. Weitere Risikomerkmale einer Kapitalanlage, wie bspw. Liquidität und Produkttransparenz, müssen in der Beratungspraxis genauso beachtet werden.

Aus den Erkenntnissen der analysierten Studien sowie der eigenen empirischen Untersuchung wurden Umsetzungsempfehlungen für die Beratungspraxis erarbeitet. Dabei wird aufgezeigt, dass die Risikowahrnehmung eine wichtige Rolle bei der Ermittlung des Kundenrisikoprofils spielen sollte. Zudem wird dargestellt, wie bei der Gestaltung der passenden Asset Allocation psychologische Aspekte miteinbezogen werden können. Schliesslich werden Vorschläge präsentiert, wie die Charakteristiken und Risikoeigenschaften einer Anlage dem Kunden bestmöglichst vermittelt werden können.

Gut ausgebildete Kundenberater, die sich den psychologischen Anlegerfallen (wie bspw. Selbstüberschätzung) bewusst sind, können für ihre Kunden Mehrwert schaffen. Ein spezielles Augenmerk sollten die Berater auf das Finanzwissen und die Anlageerfahrung ihrer Kunden richten. Durch eine wirklich anlegergerechte Beratung können sowohl die Kunden als auch die Finanzinstitute langfristig nur gewinnen.

Management Summary 2

In financial advisory, consultants are often faced with a distorted risk perception of their clients. This contradicts the assumptions of traditional financial theory, where investors maximise expected utility and have rational expectations. The objective of this masterthesis is to analyse the perception of risk in the context of investment decisions and derive implications for advising private clients.

In the theoretical part of this study, specific factors determining risk perception are analysed, with an emphasis on psychological factors. Drawing on these insights, a survey was conducted among 256 client advisors at Swiss financial institutions with the following results: due to their in-depth financial knowledge client advisors perceive investment risks in a more realistic way than Swiss shareholders. However, when asked to assess four different investment strategies, which were each displayed in three different ways, the subjectivity of risk perception became evident. In contrast to the predictions of traditional financial theory, the way in which risk is displayed has an immediate impact on perceived risk. Moreover, the survey yields that risk can only be imperfectly described with purely quantitative measures, such as volatility. Further characteristics of an investment, such as liquidity and product transparency, should also be incorporated into the advising process.

The findings of the analysed studies and this survey are used to derive recommendations for the advising process. The impact of risk perception on the fixing of a client risk profile is demonstrated. Furthermore, it is shown how psychological aspects can be included in finding an appropriate asset allocation. Finally, methods are suggested to make the client understand characteristics and risk features of an investment in an optimal way.

In conclusion, well trained client advisors, who are aware of the psychological pitfalls of investing (such as overconfidence), can create added value for their clients. They should pay attention to the financial literacy and experience of their clients. Providing risk assessments and investment advice suited to their clients' needs, both financial institutions and clients will benefit in the long run.

Inhaltsverzeichnis

MANAGEMENT SUMMARY	II
MANAGEMENT SUMMARY 2	III
INHALTSVERZEICHNIS.....	IV
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	VI
TABELLENVERZEICHNIS	VI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	VII
VORWORT	VIII
1. EINLEITUNG.....	1
1.1 RELEVANZ DES THEMAS FÜR DAS FINANCIAL CONSULTING.....	1
1.2 AUSGANGSLAGE	1
1.3 ZIELSETZUNGEN.....	2
1.4 INHALTLICHE ABGRENZUNG	3
1.5 METHODISCHE VORGEHENSWEISE UND AUFBAU DER ARBEIT	3
2. RISIKODEFINITIONEN	5
2.1 ALLGEMEINE RISIKODEFINITIONEN.....	5
2.2 RISIKOMASSE IN DER FINANZTHEORIE	5
2.2.1 Volatilität	6
2.2.2 Betafaktor	6
2.2.3 Shortfall Risk.....	6
2.2.4 Value at Risk (VaR)	7
2.2.5 Maximum Drawdown	7
2.2.6 Maximum TUW (Time under Water).....	7
2.2.7 Duration	7
2.3 FINANZMARKTRISIKEN	8
3. RISIKO AUS PSYCHOLOGISCHER SICHT	9
3.1 DIE RISIKOWAHRNEHMUNG	9
3.2 MODELLE ZUR MESSUNG DER RISIKOWAHRNEHMUNG	10
3.3 EINORDNUNG DER RISIKOWAHRNEHMUNG IN EIN RISIKOVERHALTENSMODELL...	11
3.4 ABGRENZUNG DER RISIKOWAHRNEHMUNG ZUR RISIKONEIGUNG	12
4. EINFLUSSFAKTOREN AUF DIE RISIKOWAHRNEHMUNG.....	14
4.1 PSYCHOLOGISCHE EINFLUSSFAKTOREN AUF DIE RISIKOWAHRNEHMUNG	14
4.1.1 Risikodarstellungsform und Rahmenabhängigkeit (Framing-Effekte)	14
4.1.2 Overconfidence Bias.....	17
4.1.3 Familiarity Bias	20
4.1.4 Vergangene Anlageerfolge.....	21

4.1.5	Weitere psychologische Einflussfaktoren.....	22
4.2	SOZIODEMOGRAFISCHE EINFLUSSFAKTOREN AUF DIE RISIKOWAHRNEHMUNG.....	24
4.3	DER EINFLUSS DER FINANCIAL LITERACY AUF DIE RISIKOWAHRNEHMUNG.....	26
5.	EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG	28
5.1	ZIELE UND FRAGESTELLUNGEN DER UNTERSUCHUNG.....	28
5.2	VORGEHEN UND STICHPROBE.....	28
5.3	GLIEDERUNG UND HYPOTHESEN	29
5.3.1	Risikoeinschätzung verschiedener Anlageformen.....	29
5.3.2	Unterschiedliche Risikodarstellungsarten.....	30
5.3.3	Unterschiedliche Risikoparameter	32
5.3.4	Soziodemografische Daten.....	33
5.4	AUSWERTUNG DER DATENERHEBUNG.....	33
5.4.1	Soziodemografische Daten.....	33
5.4.1.1	<i>Geschlecht und Alter</i>	33
5.4.1.2	<i>Ausbildung</i>	34
5.4.1.3	<i>Erfahrung</i>	35
5.4.1.4	<i>Tätigkeit nach Kundensegmenten</i>	36
5.4.2	Risikoeinschätzung verschiedener Anlageformen.....	37
5.4.3	Unterschiedliche Risikodarstellungsarten.....	41
5.4.4	Unterschiedliche Risikoparameter	46
5.5	ZUSAMMENFASSUNG UND DISKUSSION DER WICHTIGSTEN ERGEBNISSE.....	47
5.5.1	Risikoeinschätzung verschiedener Anlageformen.....	47
5.5.2	Unterschiedliche Risikodarstellungsarten.....	48
5.5.3	Unterschiedliche Risikoparameter	48
5.5.4	Mögliche Erweiterungen der Untersuchung.....	49
6.	SCHLUSSFOLGERUNGEN UND UMSETZUNGSEMPFEHLUNGEN.....	51
6.1	PROBLEME MIT DER RISIKOWAHRNEHMUNG IN DER BERATUNGSPRAXIS.....	51
6.2	UMSETZUNGSEMPFEHLUNGEN FÜR DIE BERATUNGSPRAXIS.....	53
6.2.1	Einbezug der Risikowahrnehmung ins Risk Profiling.....	53
6.2.2	Einbezug der Risikowahrnehmung in die Risikokommunikation	56
6.3	FAZIT	58
7.	ANHANG.....	60
7.1	LITERATUR- UND QUELLENVERZEICHNIS	60
7.2	WEITERE UNTERLAGEN.....	69
7.2.1	Fragenkatalog der internetbasierten Befragung	69
7.2.2	Factsheets der UBS-Strategiefonds.....	83
7.3	LEBENS LAUF	87

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Grundmodell des Risikoverhaltens	11
Abbildung 2: Beispiel eines Kurscharts	30
Abbildung 3: Beispiel eines Balkendiagramms der historischen Renditen	30
Abbildung 4: Beispiel von numerischen Angaben zu Rendite und Volatilität	31
Abbildung 5: Altersverteilung	34
Abbildung 6: Derzeit höchster Schulabschluss	34
Abbildung 7: Ausbildung nach Geschlechtern unterteilt	35
Abbildung 8: Anzahl Jahre Erfahrung in der Kundenberatung	35
Abbildung 9: Tätigkeit der Umfrageteilnehmer nach Kundensegmenten	36
Abbildung 10: Tätigkeit nach Geschlechtern unterteilt	36
Abbildung 11: Risikoeinschätzung der Schweizer Aktionäre	38
Abbildung 12: Risikoeinschätzung der Kundenberater	38
Abbildung 13: Risikoeinschätzung der weiblichen Teilnehmer	40
Abbildung 14: Risikoeinschätzung der männlichen Teilnehmer	40
Abbildung 15: Durchschnittliche Risikoeinstufung je nach Darstellungsart	41
Abbildung 16: Gesamtbetrachtung der Risikoeinschätzungen	42
Abbildung 17: Risikoeinschätzung der Teilnehmer mit der höchsten Ausbildung	43
Abbildung 18: Risikoeinschätzung der Teilnehmer mit der längsten Erfahrung	43
Abbildung 19: Verteilung der Einschätzungen auf die Risikoklassen	44
Abbildung 20: Verwendung von Risikoparametern im Beratungsgespräch	46
Abbildung 21: Topfkonzentration	56
Abbildung 22: Risikomasse "Maximum TUW" und "Maximum Drawdown"	57

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Kapitalmarkt-Volatilitäten aus Sicht eines CHF-Anlegers	37
Tabelle 2: Rangkorrelationskoeffizienten eingeschätztes Risiko/Risikoklassen	44
Tabelle 3: Volatilitätenvergleich	45
Tabelle 4: Wichtigste Elemente des Risk Profilings	54

Abkürzungsverzeichnis

bzw.	beziehungsweise
bspw.	beispielsweise
CHF	Schweizer Franken
d.h.	das heisst
ebd.	ebenda
EMU	European Monetar Union
et al.	und andere (lateinisch)
EUR	Euro
f	folgende
ff.	fortfolgende
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index
HFRX	Hedge Funds Index
i.d.R.	in der Regel
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NR	Net Return
o.ä.	oder ähnliche
QIS	Quantitative Investment Solutions
S.	Seite
sog.	so genannt
TR	Total Return
TUW	Time under Water
u.a.	und andere
USD	US Dollar
v.a.	vor allem
VaR	Value at Risk
vgl.	vergleiche
ZHAW	Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften

Vorwort

Die vorliegende Masterthesis bildete den Abschluss meiner Ausbildung zum Financial Consultant an der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW). Im Rahmen des "Master of Advanced Studies (MAS) in Financial Consulting" ermöglichte mir diese Arbeit, theoretisches Wissen praxisorientiert anzuwenden und zu erweitern.

Die aktuelle Finanzkrise brachte deutlich zum Vorschein, wie unterschiedlich private Kapitalanleger Anlagerisiken einschätzen. In meiner Tätigkeit als Kundenberater im Private Banking musste ich feststellen, dass dieser subjektiven Risikowahrnehmung oft zuwenig Beachtung geschenkt wird. Dies gab denn auch den Anstoss für diese Themenwahl.

Betreut wurde die Arbeit von Dr. Doris M. Schönemann und Prof. Dr. Günter A. Hobein. Ihnen möchte ich an dieser Stelle herzlich für die Bereitschaft danken, die vorliegende Masterthesis zu begleiten und mir mit Rat und Tat zur Seite zu stehen.

Ein herzliches Dankeschön gilt auch allen Teilnehmern, die sich an meiner Befragung beteiligt haben und sich die Zeit genommen haben, meinen Fragebogen auszufüllen.

Zu guter Letzt gilt mein ganz besonderer, persönlicher Dank meiner lieben Frau Nathalie. Ohne ihr grosses Verständnis und ihre moralische Unterstützung wäre das ganze Nachdiplomstudium nicht möglich gewesen.

Galgenen, 10. August 2009

Martin Soliva

1. Einleitung

1.1 Relevanz des Themas für das Financial Consulting

Das soziale Sicherungssystem der Schweiz ist durch die steigende Lebenserwartung zunehmend überfordert und es wird immer wichtiger, mehr Eigenverantwortung für die Altersvorsorge zu übernehmen, um nach der Pensionierung den gewohnten Lebensstandard halten zu können. Dies setzt entsprechende Kenntnisse im Finanzbereich voraus. Die Bürger müssen sich vermehrt mit Finanzanlagen befassen, doch Studien zeigen, dass auch in der Schweiz der Wissensstand bezüglich finanziellen Belangen bei einem Grossteil der Bevölkerung sehr gering ist und zudem stark überschätzt wird.¹ Eine damit einhergehende verzerrte Risikowahrnehmung (risk perception) kann zu unbefriedigenden Ergebnissen in der Vermögensanlage führen, wenn z.B. die Anlagestrategie zu einem ungünstigen Zeitpunkt gewechselt wird.

Für den Kundenberater² wäre es wichtig, mehr über die Risikowahrnehmung zu wissen, um unrealistische Risikovorstellungen des Kunden durch adäquate Informationen korrigieren zu können. Doch der Beratungsalltag zeigt, dass Berater und Kunde häufig nicht dieselbe Sprache sprechen, wenn es um das Risiko von Kapitalanlagen geht. Der Umgang mit der Risikowahrnehmung erweist sich in der Beratungspraxis als schwierig und häufig wird ihr zuwenig Beachtung geschenkt. Doch es gehört zur wichtigen Aufgabe eines Anlageberaters, nebst der Risikofähigkeit und Risikoneigung die Risikowahrnehmung seiner Kunden zu ermitteln, um eine individuelle Anlagestrategie festzulegen, die den jeweiligen Risikocharakteristika des Kunden entspricht.

1.2 Ausgangslage

In der traditionellen Finanztheorie wird davon ausgegangen, dass Anlagerisiken quantifizierbar sind, z.B. als Volatilität oder Beta. In der Empirie zeigte sich aber, dass das Risikoverhalten nicht nur auf quantitativen Merkmalen beruht und das Verhaltensmuster der Investoren oftmals alles andere als rational ist. Wie uns die aktuelle Finanzkrise, in der die Verbriefung von Subprime Hypotheken eine wesentliche Rolle spielt, sehr eindrücklich vor Augen führt, wurden Risiken nicht nur von privaten Kapitalanlegern, sondern auch von Finanzintermediären verzerrt wahrgenommen, indem qualitative Risikomerkmale wie Liquidität und Transparenz stark unterschätzt wurden.

¹ vgl. Stäheli und Zobl 2008, S. 59f.; Axa Investment Managers 2009, S. 1

² in dieser Arbeit werden die Begriffe Kundenberater, Financial Consultant, Anlageberater und Finanzexperte als synonyme Begriffe verwendet. Zur besseren Lesbarkeit wird ausschliesslich die männliche Wortform bei Personenbezeichnungen verwendet. Gemeint sind dabei jeweils beide Geschlechter, soweit nicht explizit auf etwas anderes hingewiesen wird.

In der **Erwartungsnutzentheorie** (Expected Utility Theory), die auf von Neumann und Morgenstern (1944) zurückgeht, gibt es keine verzerrte Risikowahrnehmung. Diese Theorie gilt als grundlegendes ökonomisches Modell in der normativen Entscheidungstheorie zur Messung der Risikoaversion.³ Die individuelle Risikoneigung wird zwar berücksichtigt, subjektive Wahrnehmungseffekte und kontextabhängige Faktoren werden jedoch nicht in das Risikoverhalten einbezogen.⁴

Dem gegenüber steht die **Prospekttheorie** (Prospect Theory) von Kahneman und Tversky (1979) als nach wie vor meist diskutierte psychologische Entscheidungstheorie.⁵ Sie ist eine deskriptive Theorie, mit deren Hilfe sich einige Phänomene beschreiben lassen, die nicht mit der traditionellen Finanztheorie erklärt werden können.⁶ Die Prospekttheorie berücksichtigt, dass Menschen unvernünftig und unwirtschaftlich handeln können. Sie relativiert das Modell des stets rational handelnden "Homo Oeconomicus" und geht stattdessen von Wahrnehmungsverzerrungen bei Entscheidungen aus.⁷ Die Prospekttheorie hat die **Behavioral Finance** als noch relativ junge Forschungsrichtung entscheidend mitgeprägt. Diese untersucht das Verhalten der Anleger auf den Finanzmärkten, wobei Theorien und Methoden aus Psychologie, Soziologie und traditionellen Wirtschaftswissenschaften angewendet werden.⁸

Ausgangspunkt der vorliegenden Arbeit ist denn auch die verhaltenswissenschaftliche Ansicht, dass die individuelle, subjektive Wahrnehmung von Risiken deutlich von den objektiven Risikomassen abweichen kann.⁹

1.3 Zielsetzungen

Das übergeordnete Ziel dieser Arbeit ist, die Wahrnehmung von Anlagerisiken umfassend zu analysieren und daraus Implikationen für die Beratungspraxis abzuleiten. Es wird der Anspruch verfolgt, durch eine Analyse bestehender Studien und durch eine eigene empirische Untersuchung Erkenntnisse darüber zu erlangen, welche Faktoren das durch private Kapitalanleger wahrgenommene Risiko beeinflussen, wie diese Einflussfaktoren wirken und wie aus Berateroptik mit der subjektiven Risikowahrnehmung der Kunden am besten umgegangen werden kann.

³ vgl. Jörg Perrin 2007, S. 19

⁴ vgl. Steul 2003, S. 13

⁵ vgl. Jungermann et al. 2005, S. 257

⁶ vgl. Steul 2003, S. 2

⁷ vgl. Schmook et al. 2002, S. 279

⁸ vgl. UBS Wealth Management Research 2008, S. 3

⁹ vgl. Slovic und Weber 2002, S. 4

Besonderes Augenmerk gilt dem Einfluss psychologischer Effekte sowie dem Einfluss der Financial Literacy¹⁰ auf die Risikowahrnehmung. So soll durch eine Umfrage bei Kundenberatern einerseits untersucht werden, ob sie die Risiken verschiedener Anlageformen anders wahrnehmen als weniger versierte Anleger. Andererseits soll der Frage nachgegangen werden, ob unterschiedliche Darstellungsarten die Wahrnehmung von Anlagerisiken beeinflussen. Aufbauend auf den theoretischen Erkenntnissen und den Befunden der empirischen Untersuchung dieser Arbeit sollen Empfehlungen für die Beratungspraxis erarbeitet werden, die dazu beitragen sollen, die Beratungsqualität zu steigern.

1.4 Inhaltliche Abgrenzung

Aufgrund des vorgegebenen Umfangs der vorliegenden Arbeit und des breiten Themenbereiches ist es unumgänglich, sich auf bestimmte Schwerpunkte zu konzentrieren. Insbesondere die Analyse psychologischer Effekte erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit, sondern fokussiert sich auf die im Kontext der Thematik relevant erscheinenden Inhalte und Blickwinkel. Mögliche psychologische Effekte auf der Gesamtmarktebene werden nicht betrachtet. In dieser Arbeit steht ausschliesslich die Risikowahrnehmung privater Kapitalanleger im Vordergrund. Institutionelle Anleger werden nicht berücksichtigt. Auf die Erwartungsnutzentheorie und die Prospekttheorie wird nicht vertieft eingegangen.

Bei der Untersuchung der Einflussfaktoren auf die Risikowahrnehmung durch die Analyse empirischer Studien (siehe Kapitel 4) hat sich gezeigt, dass eine Abgrenzung zwischen der Risikowahrnehmung und der Risikoneigung oft schwierig ist, denn häufig wurde das gesamte Risikoverhalten untersucht und nicht zwischen Risikowahrnehmung und Risikoneigung unterschieden (siehe Kapitel 3.4).

1.5 Methodische Vorgehensweise und Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Arbeit unterteilt sich in einen theoretischen Teil (Kapitel 2, 3 und 4) und einen praktischen Teil (Kapitel 5 und 6). Mittels Risikodefinitionen wird in Kapitel 2 in den theoretischen Teil der Arbeit eingeführt. Nach einer Klärung der umgangssprachlichen Bedeutung von Risiko werden gängige finanztheoretische Risikomasse beschrieben, die im Rahmen der empirischen Untersuchung dieser Arbeit von Kundenberatern hinsichtlich ihrer Praxistauglichkeit beurteilt wurden (siehe Kapitel 5.4.4).

Es folgt in Kapitel 3 eine Risikobetrachtung aus psychologischer Sicht. Dabei erfolgt zunächst eine Begriffsbestimmung und es werden Modelle zur Messung der Risikowahrnehmung erläu-

¹⁰ der Begriff "Financial Literacy" wird in Kapitel 4.3 näher definiert

tert. Im Weiteren wird die Risikowahrnehmung in ein theoretisches Rahmenkonzept zum Risikoverhalten privater Anleger eingegliedert, in dem zwischen Risikowahrnehmung und Risikoneigung unterschieden wird. Schliesslich werden Schwierigkeiten bei der Separation von Risikowahrnehmung und Risikoneigung aufgezeigt.

Kapitel 4 schliesst den theoretischen Teil dieser Arbeit ab und umfasst eine Auseinandersetzung mit verschiedenen Faktoren, die das wahrgenommene Risiko beeinflussen. Es werden psychologische Einflussfaktoren auf die Risikowahrnehmung vorgestellt, die eng mit der Prospekttheorie verknüpft sind, sowie soziodemografische Einflussfaktoren, wie geschlechtsspezifische Unterschiede in der Wahrnehmung von Anlagerisiken, analysiert. Zusätzlich wird der Einfluss der Financial Literacy auf die Risikowahrnehmung beschrieben.

Den Schwerpunkt der vorliegenden Arbeit bildet der praktische Teil mit einer empirischen Untersuchung (Kapitel 5) und Umsetzungsempfehlungen für die Praxis (Kapitel 6). Die empirische Untersuchung wurde mit Hilfe eines internetbasierten Fragebogens als Umfrage unter Finanzexperten durchgeführt, an der 256 Kundenberater von Schweizer Finanzinstituten teilnahmen.

Im ersten Teil der Umfrage wird der Einfluss der Financial Literacy auf die Wahrnehmung von Anlagerisiken untersucht. Es wird geklärt, ob Kundenberater durch ihre fundierten Finanzkenntnisse Anlagerisiken realistischer einschätzen als Schweizer Aktionäre. Im zweiten Teil der Erhebung werden Framing-Effekte¹¹ untersucht. Es wird analysiert, ob unterschiedliche Präsentationsarten die Risikowahrnehmung der Kundenberater beeinflussen. Schliesslich wird im dritten Teil der Untersuchung der Frage nachgegangen, welche Risikoparameter im Beratungsgespräch am sinnvollsten eingesetzt werden. Die Auswertung der Datenerhebung erfolgt grösstenteils deskriptiv. Ergänzend dazu haben sich im zweiten Teil der Umfrage durch den gegebenen Umfang der Stichprobe nichtparametrische Tests angeboten.

Abschliessend werden in Kapitel 6 Probleme im Umgang mit der Risikowahrnehmung in der Beratungspraxis diskutiert. Es werden Anwendungsempfehlungen gegeben, wie im Beratungsalltag die Risikowahrnehmung insbesondere bei der Ermittlung des Kundenrisikoprofils und bei der Kommunikation von Anlagerisiken bestmöglichst einbezogen werden kann.

¹¹ dieser Begriff wird in Kapitel 4.1.1 näher definiert

2. Risikodefinitionen

2.1 Allgemeine Risikodefinitionen

Der Begriff des Risikos begegnet uns tagtäglich, ein einheitliches Verständnis existiert hingegen nicht. "There is no commonly accepted definition for the term risk – neither in the sciences nor in public understanding", stellen Renn und Rohrmann (2000) fest.¹² In der Umgangssprache erscheint Risiko oft gleichbedeutend mit Wagnis oder Gefahr, wobei möglicherweise ein Schaden bzw. ein Verlust eintritt. Gemäss Slovic (1987) stellt Risiko ein komplexes, mehrdimensionales Konstrukt dar.¹³ Brachinger und Weber (1997) assoziieren das Risiko mit etwas Negativem: "(...) risk is a kind of negative feature characterizing a decision alternative."¹⁴

In der technischen Risikobetrachtung wird der Begriff des Risikos dem Schadenerwartungswert gleichgesetzt, welcher das Produkt aus der objektiven, wissenschaftlich berechneten Wahrscheinlichkeit eines Schadens und dem Schadenausmass ist.¹⁵

Aus ökonomischer Sicht hingegen umschreibt Risiko eine Situation, in der verschiedene mögliche Ergebnisse mit unterschiedlichen Wahrscheinlichkeiten auftreten. Diese möglichen Ereignisse können dabei sowohl positiv als auch negativ sein und als Zufallsvariablen modelliert werden.¹⁶

2.2 Risikomasse in der Finanztheorie

Nachfolgend werden die in der Beratungspraxis gebräuchlichsten Risikomasse kurz vorgestellt. Aufgrund des vorgegebenen Rahmens dieser Arbeit wird betreffend Herleitung der verschiedenen Begriffe auf Lehrbücher und Standardwerke über die Finanztheorie verwiesen. Im empirischen Teil der vorliegenden Arbeit wird unter anderem untersucht, wie sinnvoll nach Ansicht von Finanzexperten die Verwendung dieser Risikoparameter im Beratungsgespräch ist (siehe Kapitel 5.4.4).

¹² Renn und Rohrmann 2000, S. 13

¹³ vgl. Slovic 1987, S. 285

¹⁴ Brachinger und Weber 1997, S. 1

¹⁵ vgl. Graber und Schubert 1997, S. 1

¹⁶ vgl. ebd., S. 15

2.2.1 Volatilität

Das am weitesten verbreitete finanztheoretische Risikomass ist die Volatilität (Standardabweichung). Sie gibt in Prozent an, wie sehr die Werte einer Zufallsvariablen (z.B. die Kurse einer Aktie) um ihren Mittelwert schwanken. Die Abweichungen können sowohl negativ als auch positiv sein. Dieser Risikobegriff umfasst folglich nicht nur negative Ereignisse (Verluste), sondern auch positive (Gewinne). Je höher die Volatilität, desto höher das Risiko.¹⁷ Die für die moderne Kapitalmarktforschung zentralen Arbeiten von Markowitz (1952, 1959) bilden die methodische Grundlage bezüglich des Zusammenhangs zwischen Rendite und Risiko (ausgedrückt durch die Volatilität).

2.2.2 Betafaktor

In der klassischen Portfoliotheorie wird die Höhe des Risikos nebst der Standardabweichung auch mit Hilfe des Betafaktors erfasst. Er gibt an, ob die Kursentwicklung eines Wertpapiers und diejenige des gesamten Marktes in die gleiche Richtung verlaufen und in welchem Ausmass der Kurs des Wertpapiers die Veränderung des gesamten Marktes nachvollzieht. Ein Betafaktor über eins bedeutet, dass ein Wertpapier im Durchschnitt stärkere Kursschwankungen aufweist als der Gesamtmarkt. Ein Wert unter eins deutet darauf hin, dass die Anlage weniger volatil als der Markt ist.¹⁸

2.2.3 Shortfall Risk

Neben der zweiseitigen Risikodefinition kann Risiko auch als einseitige Masszahl verstanden werden.¹⁹ Das Shortfall Risk ist ein Risikomass, das ausschliesslich mögliche negative Ergebnisse als Risiko betrachtet. Es beziffert die Wahrscheinlichkeit, dass die Performance eines Wertpapiers über einen gewissen Zeithorizont betrachtet unterhalb einer angestrebten Rendite liegt.²⁰ Das primäre Ziel dieses Ansatzes ist, mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit Verluste zu vermeiden, welche eine gewisse Schwelle überschreiten.

In der Beratungspraxis wird das Shortfall Risk u.a. im Zusammenhang mit Absolute Return Strategien verwendet. Beispielsweise kann es das Ziel einer Anlagestrategie sein, über einen Zeithorizont von 3 Jahren eine Zielrendite von "Liquidität" (z.B. 3-Monats-Liborsatz) + 3% zu erzielen und dies mit einer Wahrscheinlichkeit von 95%, dass die Rendite nicht tiefer als "Liquidität" – 5% sein wird.

¹⁷ vgl. Wahren 2009, S. 259

¹⁸ vgl. Weber 2007, S. 142

¹⁹ diese asymmetrische Risikocharakterisierung wurde in den fünfziger Jahren durch Roy (1952) entwickelt.

²⁰ vgl. Wahren 2009, S. 259

2.2.4 Value at Risk (VaR)

Der Value at Risk drückt in Geldeinheiten aus, mit welchem maximalen Verlust über einen gewissen Zeithorizont mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit zu rechnen ist. Ein VaR von CHF 50'000 bei einem Konfidenzintervall von 95% bedeutet bspw., dass mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% der Verlust einer Anlage (bzw. eines Portfolios) innerhalb einer bestimmten Zeitspanne höchstens CHF 50'000 beträgt.²¹

Wichtig ist die Tatsache, dass sowohl beim Shortfall Risk als auch beim Value at Risk keine Aussagen über die Verlusthöhe ausserhalb der definierten Konfidenzintervalle gemacht werden können. Ein Kritikpunkt ist, dass diese Risikomasse auf dem statistischen Modell der Normalverteilung basieren. Mittels Normalverteilung lässt sich die Volatilität der Renditen einer Anlage in ein Konfidenzintervall umwandeln, innerhalb dessen die Jahresrenditen mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit auftreten. Das Problem ist, dass die Schwankungen in der Praxis oft nicht dem Modell der Normalverteilung folgen, was Aussagen zu Konfidenzintervallen in ihrer Aussagekraft beeinträchtigt. Besonders ausgeprägt zeigt sich dies bei den alternativen Anlagen wie Hedge Funds, Rohstoffe und Immobilien. Dies kann dazu führen, dass eine Allokation von alternativen Anlagen auf der Basis dieser Risikomasse zu hoch ist, da die hierdurch getragenen Extremrisiken unterschätzt werden.²²

2.2.5 Maximum Drawdown

Unter Maximum Drawdown versteht man den höchsten in der Vergangenheit erlittenen Verlust einer Anlage in Form der Differenz zwischen ihrem Höchstwert und ihrem nächsten Tiefstwert, unabhängig vom dahinterstehenden Zeitraum. Er wird in der Regel als Prozentsatz ausgedrückt.²³

2.2.6 Maximum TUW (Time under Water)

Der Maximum TUW beschreibt den Zeitraum, der abgewartet werden musste, um einen Kursverlust von einem Höchstwert aus wettzumachen. Er entspricht der Zeit zwischen Beginn des Abwärtstrends und Erreichen des früheren Kursniveaus.²⁴

2.2.7 Duration

Die Duration bezeichnet die durchschnittliche Zeitdauer der Kapitalbildung eines festverzinslichen Wertpapiers. Sie misst deren Sensitivität gegenüber einer Zinsänderung um 1%. Im

²¹ vgl. Gügi 2002, S. 1

²² vgl. Hens 2008, S. 30

²³ vgl. Hedgeconcept 2009

²⁴ vgl. Fuchs 2003, S. 52

Gegensatz zur Restlaufzeit einer Anleihe wird beim Konzept der Duration auch die zeitliche Struktur der Kapitalrückflüsse berücksichtigt.²⁵

2.3 Finanzmarktrisiken

Es gibt eine Vielzahl an Finanzmarktrisiken wie z.B. das **Währungsrisiko**, das **Länderrisiko**, das **Zinsänderungsrisiko**, das **Inflationsrisiko** und das **Gegenparteirisiko**. Letzteres ist im Zusammenhang mit dem Konkurs von Lehman Brothers in den Vordergrund gerückt, als sich herausstellte, dass von Lehman Brothers emittierte Kapitalschutzprodukte, die von verschiedenen Schweizer Banken aktiv vertrieben wurden, plötzlich ihren Wert verloren. Dabei zeigte sich gemäss dem Schweizerischen Bankenombudsmann, dass längst nicht alle Berater ihre Pflichten ernst nahmen und ihre Kunden nicht in die Lage versetzten, in Kenntnis aller relevanten Risikoaspekte eine Anlageentscheidung zu treffen.²⁶

Diese Finanzmarktrisiken beschreiben Ursachen, die die Entwicklung einer Investition unsicher machen und zu einem negativen Ergebnis führen können. Sie können als Risikofaktoren bzw. Risikoquellen verstanden werden.²⁷

Nach dieser Einführung mittels Risikodefinitionen in den theoretischen Teil der vorliegenden Arbeit wird im folgenden Kapitel das Risiko aus psychologischer Sicht betrachtet.

²⁵ vgl. UBS AG 2009

²⁶ vgl. NZZ Online 2009

²⁷ vgl. Sachse 2008, S. 28

3. Risiko aus psychologischer Sicht

3.1 Die Risikowahrnehmung

Aus verhaltenswissenschaftlicher Sicht wird das Konzept eines objektiv bestimmbareren Risikos abgelehnt. Psychologen gehen davon aus, dass das Risiko ein Konstrukt ist, das nicht unabhängig von der Person eines Beurteilers existiert.²⁸ Slovic und Weber (2002) bezeichnen Risiko als "etwas inhärent subjektives" und sie meinen zum Risiko: "It does not exist 'out there', independent of our minds and cultures, waiting to be measured."²⁹ Aus psychologischer Sicht sind für die Investmententscheidung nicht die objektiven Risiko- und Renditemasse ausschlaggebend, sondern das subjektive Risikoempfinden, die persönliche Risikoneigung und die individuelle Einschätzung der zukünftigen Renditen.³⁰ Im Anlagekontext versteht man folglich unter subjektiver Risikowahrnehmung, wie Investoren das objektive, messbare Risiko einer Anlage subjektiv einschätzen. Synonym zum Begriff Risikowahrnehmung werden in dieser Arbeit die Begriffe Risikobeurteilung und Risikoeinschätzung verwendet.

Wäre dem Anlageberater bekannt, welche Merkmale seine Kunden zur Beurteilung des Risikos einer Anlage herbeiziehen, könnte er auf diese gezielt eingehen. Aus empirischen Untersuchungen ist bekannt, dass bei der Risikobeurteilung einer Investitionsmöglichkeit nicht nur quantitative Risikomerkmale wie Volatilität berücksichtigt werden, sondern auch psychologische Merkmale wie bspw. Sorge, Kontrolle und Wissen.³¹ Das Ausmass der Sorge wird durch die Höhe der möglichen Verluste bestimmt, die mit der Investition verbunden sind.³² Somit können für den Anleger nebst den in Kapitel 2.2 beschriebenen quantitativen Risikomassen auch qualitative Merkmale einer Investition im Zusammenhang mit dem Risiko relevant sein.

Die Finanzkrise hat diese qualitativen Merkmale stärker ins Bewusstsein der Anleger gerückt. **Liquidität** und **Transparenz** stellen wichtige Eigenschaften einer Investition dar, die das Ausmass der Risikowahrnehmung beeinflussen können.³³ Sehr ausgeprägt hat man diese Entwicklung bei den alternativen Anlagen gesehen. So wurde der eingeschränkten Liquidität bei Hedge Funds und Immobilienanlagen bis vor kurzem keine allzu grosse Beachtung geschenkt. Spätestens im Herbst 2008 hat sich dies jedoch schlagartig geändert und manch ein Anleger musste schmerzhaft erfahren, dass eingeschränkte bzw. nicht vorhandene Verfügbarkeit seiner

²⁸ vgl. Sachse 2008, S. 34

²⁹ Slovic und Weber 2002, S. 4

³⁰ vgl. Kaufmann et al. 2009, S. 6

³¹ vgl. MacGregor et al. 1999 S. 68ff.; Olsen 1997, S. 62ff.

³² vgl. Sachse 2008, S. 178

³³ vgl. ebd., S. 28f

alternativen Anlagen durchaus ein bedeutsames Risikomerkmak ist. Auch die oftmals geringe Transparenz dieser Anlageformen stellte sich als bedeutender Risikoaspekt heraus und wird im Zuge der Finanzkrise viel bewusster wahrgenommen.

In der Beratungspraxis spielt die Risikowahrnehmung eine grosse Rolle. Der Kundenberater sollte seine Kunden dahingehend beraten, dass diese Anlagerisiken möglichst realitätsnah einschätzen. Kann der Anlageberater verzerrte Risikovorstellungen seiner Kunden durch nützliche Informationen korrigieren, erhöht sich einerseits die Zufriedenheit der Kunden, andererseits eröffnet dies auch Chancen für neue Geschäftsabschlüsse.³⁴

3.2 Modelle zur Messung der Risikowahrnehmung

Das wohl bekannteste Modell zur Messung der Risikowahrnehmung ist das **psychometrische Modell**, das von Slovic, Fischhoff und Lichtenstein (1980) basierend auf Untersuchungen zur Wahrnehmung von Sicherheits- und Gesundheitsrisiken entwickelt wurde.³⁵ In diesem Ansatz wird versucht, die vom Individuum subjektiv wahrgenommenen Risikowerte direkt mittels eines Fragebogens anhand von Ratingskalen abzufragen. Es wurde nachgewiesen, dass sich unterschiedliche risikobehaftete Objekte bzw. Situationen durch eine Anzahl von qualitativen Risikoaspekten beschreiben lassen, welche die Risikowahrnehmung bestimmen.³⁶ Diese Risikoaspekte konnten mittels Faktorenanalyse auf zwei zentrale Risikodimensionen reduziert werden, die als "dread risk" und "unknown risk" bezeichnet werden.³⁷ Die beiden Faktoren lassen sich im Investmentkontext als "wahrgenommene Verlustgefahr" (dread risk) und als "wahrgenommene Unsicherheit" (unknown risk) konkretisieren.³⁸

Ein Schwachpunkt des psychometrischen Modells ist, dass in diesem Ansatz die im Falle von Anlagerisiken bedeutsame Komponente des "upside risk" im Sinne eines Chancenpotenzials nicht berücksichtigt wird.³⁹ Holtgrave und Weber (1993) haben in einer Studie den psychometrischen Ansatz deshalb mit einem anderen mehrdimensionalen Modell zur Risikowahrnehmung, dem "**Simplified Conjoint Expected Risk**" (SCER) kombiniert.⁴⁰ Sie bezeichneten diese Kombination als **Hybridmodell der Risikowahrnehmung**. Es zeigte sich, dass dieses Modell sowohl für die Wahrnehmung gesundheitlicher als auch für die Wahrnehmung finanzieller Risiken eine höhere Erklärungskraft erreichte als das SCER und das psychometri-

³⁴ vgl. Siebenmorgen und Weber 1999, S. 4

³⁵ vgl. Sachse 2008, S. 42

³⁶ vgl. Jordan 2004, S. 43

³⁷ vgl. Slovic 1987, S. 282

³⁸ vgl. Olsen und Cox 2001, S. 31

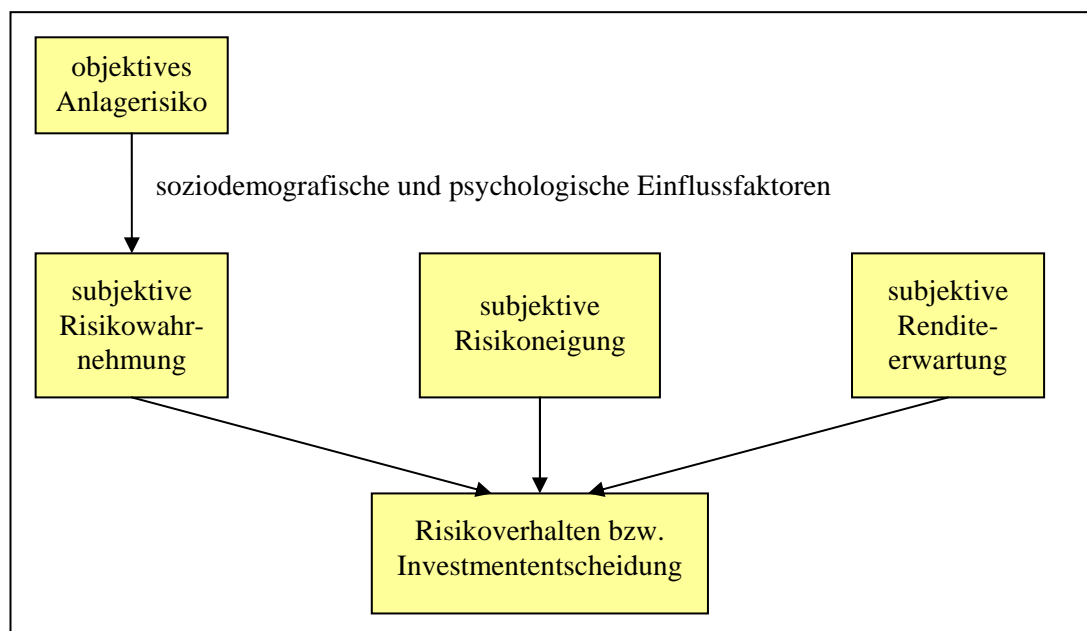
³⁹ vgl. Jordan 2004, S. 44

sche Modell.⁴¹ Die Wahrnehmung finanzieller Risiken wurde am besten durch die Merkmale Verlustwahrscheinlichkeit, Verlusthöhe, Katastrophenpotenzial und Furcht erklärt.⁴² Kritisch bleibt anzufügen, dass nur 29 Studenten (70% Männer, 30% Frauen) den detaillierten Fragebogen ausgefüllt haben,⁴³ was Zweifel an der Repräsentativität aufkommen lässt.

3.3 Einordnung der Risikowahrnehmung in ein Risikoverhaltensmodell

Wie in Kapitel 3.1 erwähnt, beeinflussen aus verhaltenswissenschaftlicher Sicht hauptsächlich drei Faktoren das Risikoverhalten bzw. die Investmententscheidung eines Anlegers: die subjektive Risikowahrnehmung, die subjektive Risikoneigung sowie die subjektive Renditeerwartung.⁴⁴ Eine wichtige Rolle scheint der Risikowahrnehmung des Entscheiders zuzukommen. Sie transformiert das objektive Risiko einer Anlageoption in das subjektiv wahrgenommene Risiko.⁴⁵ Somit ist in diesem Grundmodell des Risikoverhaltens nicht das objektive Risiko für das Entscheidungsverhalten massgebend, sondern das durch den Anleger subjektiv wahrgenommene Risiko. Die Risikoneigung determiniert dann, wie das subjektiv wahrgenommene Risiko zusammen mit der subjektiven Renditeerwartung in eine Anlageentscheidung umgesetzt wird.⁴⁶ In Abbildung 1 werden die Determinanten des Risikoverhaltens dargestellt.

Abbildung 1: Grundmodell des Risikoverhaltens



⁴⁰ vgl. Holtgrave und Weber 1993, S. 553ff.

⁴¹ vgl. Sachse 2008, S. 45

⁴² vgl. Ricciardi 2004, S. 73

⁴³ vgl. Holtgrave und Weber 1993, S. 555

⁴⁴ vgl. Kaufmann et al. 2009, S. 6

⁴⁵ vgl. Steul 2003, S. 8f.

⁴⁶ vgl. Siebenmorgen und Weber 1999, S. 6

Quelle: Eigene Aufbereitung in Anlehnung an Kaufmann et al. 2009, S. 6

3.4 Abgrenzung der Risikowahrnehmung zur Risikoneigung

Synonym zur Risikoneigung werden in der Literatur die Begriffe Risikobereitschaft, Risikoeinstellung und Risikopräferenz verwendet.⁴⁷ Die Risikoneigung kann zwischen verschiedenen Personen stark variieren. Der Grad der Risikoneigung bewegt sich zwischen den Polen risikofreudig und risikoscheu. Risikofreudig ist, wer überwiegend unternehmerisch-gewinnorientiert denkt und nach dem Motto "wer nichts wagt, der gewinnt nichts" handelt. Die meisten Personen sind aber eher risikoscheu. Sie handeln primär nach dem "Safety-first-Prinzip" und nach dem Motto "lieber den Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach".⁴⁸

Es ist umstritten, ob es sich bei der Risikoneigung um ein stabiles Persönlichkeitsmerkmal handelt. Verschiedene Studien lassen Zweifel aufkommen, ob die Risikoneigung eine gewisse Konstanz aufweist.⁴⁹ Das Problem dieser Studien ist, dass die Bedeutung der Risikowahrnehmung unterschätzt und daher nicht einbezogen wurde. Empirische Studien, die die Risikowahrnehmung einbezogen, zeigten eine gewisse Stabilität der Risikoneigung. Eine Untersuchung von Weber, Blais und Betz (2002) zeigte, dass das unterschiedliche Risikoverhalten in verschiedenen Kontexten nicht auf eine unterschiedliche Risikoneigung zurückzuführen ist, sondern auf das subjektiv wahrgenommene Risiko.⁵⁰ Zum gleichen Ergebnis kamen schon Weber und Milliman (1997) sowie Weber und Hsee (1998) in ihren Untersuchungen.⁵¹ Somit sind auch bei einer stabilen Risikoneigung kontextspezifische Unterschiede in der Investmententscheidung zu erwarten, die auf Unterschieden in der Risikowahrnehmung beruhen.⁵² Keinesfalls darf aufgrund des Risikoverhaltens eines Kunden in dessen Freizeitgestaltung auf sein Risikoverhalten in Finanzangelegenheiten geschlossen werden.⁵³ Bspw. kann ein Basejumper bei Anlageentscheidungen äusserst risikoscheu sein.

Es wird angenommen, dass zwischen der Risikoneigung und der Risikowahrnehmung eine negative Korrelation besteht. So konnte bspw. Steul (2003) in ihren Untersuchungen nachweisen, dass die Probanden, die sich als risikoscheu einschätzten, die Risiken einer Kapitalanlage auch grösser wahrgenommen haben.⁵⁴

⁴⁷ vgl. Wahren 2009, S. 100

⁴⁸ vgl. ebd., S. 100f

⁴⁹ vgl. MacCrimmon und Wehrung 1990, S. 422ff.; Payne et al. 1980, S. 1039ff.; Schoemaker 1990, S. 1451ff.

⁵⁰ vgl. Weber et al. 2002, S. 263

⁵¹ vgl. Weber und Milliman 1997, S. 142; Weber und Hsee 1998, S. 1205

⁵² vgl. Steul 2003, S. 17

⁵³ vgl. Kaufmann et al. 2009, S. 14

Da es sich beim Risiko, wie in Kapitel 2.1 beschrieben, um ein komplexes, mehrdimensionales Konstrukt handelt, wird die Separation von Risikowahrnehmung und Risikoneigung erschwert. Wenn nämlich Anleger das Risiko durch unterschiedliche Dimensionen bzw. durch unterschiedliche Bedeutungsinhalte charakterisieren, können Risikoaspekte nicht mehr eindeutig der Risikowahrnehmung oder der Risikoneigung zugeordnet werden. So kann es bspw. sein, dass Aspekte, die bei Frauen eher die Wahrnehmung von Risiken beeinflussen, bei Männern möglicherweise eher Einfluss auf die Risikoneigung haben und umgekehrt (siehe Kapitel 4.2).⁵⁵

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Ansichten widersprüchlich sind, ob es sich bei der Risikoneigung um ein stabiles Persönlichkeitsmerkmal handelt. Vieles deutet darauf hin, dass kontextspezifisches Risikoverhalten auf das subjektiv wahrgenommene Risiko zurückzuführen ist. Die Abgrenzung zwischen Risikoneigung und Risikowahrnehmung erweist sich als schwierig. Eine isolierte Betrachtung der Risikoneigung ohne Berücksichtigung der Risikowahrnehmung erscheint deshalb nicht sinnvoll.

Aus Berateroptik bleibt anzufügen, dass nebst der Ermittlung der Risikoneigung und Risikowahrnehmung der Anlagekunden eine exakte Bestimmung der **Risikofähigkeit** zentral ist (siehe Kapitel 6.2.1). Mit der Risikofähigkeit wird auf eine objektive Art jenes Risiko beschrieben, das sich ein Anleger aufgrund seiner Lebens-, Finanz- und Vermögenssituation vernünftigerweise leisten kann.⁵⁶ Mit dem Wissen über diese "harten", leicht zu quantifizierenden Faktoren kann sichergestellt werden, dass die wichtigsten zukünftigen Verpflichtungen berücksichtigt sind.⁵⁷

Im nächsten Kapitel folgt nun eine Auseinandersetzung mit verschiedenen Faktoren, die das wahrgenommene Risiko beeinflussen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf der Untersuchung psychologischer Einflussfaktoren auf die Risikowahrnehmung. Für die Beratungspraxis ist die Kenntnis dieser Einflussfaktoren wichtig. Ist dem Kundenberater bekannt, welche Faktoren die Wahrnehmung von Anlagerisiken beeinflussen, kann er im Beratungsalltag auch gezielt auf diese eingehen.

⁵⁴ vgl. Steul 2003, S. 190

⁵⁵ vgl. Schubert 1996, S. 26

⁵⁶ vgl. Schriber 2002, S. 4

⁵⁷ vgl. Bank Leu 2003, S. 2

4. Einflussfaktoren auf die Risikowahrnehmung

4.1 Psychologische Einflussfaktoren auf die Risikowahrnehmung

Psychologische Effekte können die Risikowahrnehmung signifikant beeinflussen. Dahinter steht die Ansicht, dass Menschen nicht immer vollständig rational handeln, wie es die traditionelle Finanztheorie mit dem Modell des "Homo Oeconomicus" vorsieht. Ziel dieses Kapitels ist, anhand von Erkenntnissen aus empirischen Studien sowie relevanter Fachliteratur der Behavioral Finance einen Überblick über die wichtigsten psychologischen Einflussfaktoren auf die Wahrnehmung von Anlagerisiken zu geben. An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass viele psychologische Phänomene bei der Risikowahrnehmung seitens des Anlegers selbstverständlich auch auf den Kundenberater zutreffen können, besonders wenn dieser selbst an den Finanzmärkten engagiert ist.

4.1.1 Risikodarstellungsform und Rahmenabhängigkeit (Framing-Effekte)

Der Begriff **Framing** wurde in der Entscheidungstheorieforschung durch Tversky und Kahneman (1981) eingeführt.⁵⁸ Ein Framing-Effekt ist dann gegeben, wenn die unterschiedliche Präsentation einer normativ identischen Situation unterschiedliches Risikoverhalten hervorruft.⁵⁹ Gemäss der normativen Erwartungsnutzentheorie sollte für den Entscheider die Darstellung – also das Framing – einer Option irrelevant sein. Tversky und Kahneman führten eine Reihe von Experimenten durch und konnten dabei Framing-Effekte nachweisen, was die deskriptive Gültigkeit der Erwartungsnutzentheorie in Frage stellt.⁶⁰

Ein prominentes Beispiel zu Framing-Effekten lieferten Tversky und Kahneman im Jahre 1981 mit dem **Asian Disease Problem**.⁶¹ Stephan und Kiell (2000) konnten in einer Studie in Anlehnung an das Asian Disease Problem auch für Kapitalanleger einen Framing-Effekt nachweisen, was nachfolgend kurz beschrieben wird:⁶²

Situationsbeschreibung:

Angenommen Sie haben 60'000 EUR in den Aktienmarkt investiert. Die Wirtschaft befindet sich in einem Abwärtstrend. Um unter diesen Umständen Ihr Geld zu retten haben Sie zwei Investmentstrategien zur Auswahl.

⁵⁸ vgl. Tversky und Kahneman 1981, S. 453ff.

⁵⁹ vgl. Jurczyk 2006, S. 101

⁶⁰ vgl. Tversky und Kahneman 1986, S. 209ff.

⁶¹ vgl. Tversky und Kahneman, 1981, S. 453

⁶² vgl. Stephan und Kiell 2000, S. 3

Gewinn-Frame:

- A) Wenn Sie **Strategie A** wählen, dann werden 20'000 EUR Ihres investierten Kapitals gerettet. Der Rest geht verloren.
- B) Wenn Sie **Strategie B** wählen, dann werden mit einer Wahrscheinlichkeit von $1/3$ die gesamten 60'000 EUR gerettet und mit einer Wahrscheinlichkeit von $2/3$ wird nichts gerettet.

Welche dieser beiden Strategien würden Sie bevorzugen?

Verlust-Frame:

- A) Wenn Sie **Strategie A** wählen, dann werden Sie 40'000 EUR Ihres investierten Kapitals verlieren. Der Rest wird gerettet.
- B) Wenn Sie **Strategie B** wählen, dann werden Sie mit einer Wahrscheinlichkeit von $1/3$ nichts verlieren und mit einer Wahrscheinlichkeit von $2/3$ werden Sie 60'000 EUR verlieren.

Welche dieser beiden Strategien würden Sie bevorzugen?

Die Strategien A und B sind im Gewinn- und Verlust-Frame identisch. Die Präsentation der verschiedenen Möglichkeiten hatte in diesem Experiment einen wesentlichen Einfluss auf die Entscheidung. Die Befragten, welche als erfahrene Kapitalanleger bezeichnet werden konnten, verhielten sich im Verlust-Frame signifikant risikofreudiger als im Gewinn-Frame.⁶³ Diese Ergebnisse stimmen mit den Erkenntnissen von Tversky und Kahneman aus dem Asian Disease Problem überein. Auch dort zeigte sich eine deutliche Präferenzumkehr. Im Gewinn-Frame entschieden sich 72 Prozent der Befragten für die sichere Alternative A, im Verlust-Frame wählte die deutliche Mehrheit (78%) hingegen die riskante Alternative B.⁶⁴

In der Finanzwelt begegnet man den Framing-Effekten sehr häufig. So hat ein Anlageberater viele Möglichkeiten, das Risiko einer Anlagealternative zu veranschaulichen. Er kann es bspw. verbal beschreiben, die erzielten Renditen der vergangenen Jahre in einem Balkendiagramm abbilden oder einen Chart der Kursentwicklung zeigen. Die Form der Präsentation beeinflusst die Investitionsentscheidung massgeblich. Je nach Präsentationsform des Risikos nehmen es Anleger unterschiedlich wahr und ziehen daraus ihre Schlüsse.⁶⁵

⁶³ vgl. Stephan und Kiell, S. 5

⁶⁴ vgl. Tversky und Kahneman 1981, S. 453

⁶⁵ vgl. Weber 2007, S. 156

In einem Forschungsprojekt der Universität Mannheim untersuchten Siebenmorgen, Weber und Weber (1999) die Eignung von verschiedenen Risikodarstellungsarten für die Beratungspraxis.⁶⁶ Die Untersuchung zeigte, dass Probanden, die nur verbal über ihre Anlagemöglichkeiten informiert wurden, dazu neigten, das Risiko deutlich zu unterschätzen. Auch Teilnehmer, die mit Renditen der letzten Jahre in Form von Balkendiagrammen konfrontiert wurden, wiesen die Tendenz auf, die Volatilität der Anlage zu unterschätzen. Wurde den Probanden das Risiko jedoch in Form einer Verteilung der Renditen (Dichtefunktion der Lognormalverteilung) dargestellt, so wurde es höher eingeschätzt, als es tatsächlich war. Dies wird darauf zurückgeführt, dass diese Darstellungsart den meisten Investoren fremd ist und sie nicht genau wissen, wie sie mit ihr umgehen sollen. Dadurch schätzen sie das Risiko automatisch zu hoch ein. Je risikoreicher – objektiv gesehen – die Kapitalanlage ist, desto verzerrter nehmen die Anleger tendenziell das Risiko wahr und umso mehr Beratungsaufwand ist erforderlich, um den Anlegern das Risiko der Kapitalanlage richtig zu vermitteln.⁶⁷ Die beschriebene Untersuchung wurde mit je 120 Studenten aus den USA und aus Deutschland durchgeführt. Es stellt sich die Frage, ob auch Finanzexperten Risiken durch unterschiedliche Darstellungsarten verschieden einschätzen. Diese Fragestellung wird in Kapitel 5.4.3 untersucht.

An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass der Kundenberater in der Risikokommunikation dem Kunden gegenüber eine hohe Verantwortung trägt. Er könnte den Kunden dazu verleiten, ein Investmentrisiko einzugehen, indem er es entsprechend darstellt. Die Skalierung eines Kurscharts und der präsentierte Betrachtungszeitraum haben bspw. wesentlichen Einfluss darauf, wie das Anlagerisiko wahrgenommen wird. Auch wird eine Wahrscheinlichkeit unterschiedlich aufgenommen, wenn sie prozentual (z.B. "10%") oder als Häufigkeit ("eine von zehn") ausgedrückt wird. Ein Prozentsatz wirkt abstrakt. Wenn man hingegen sagt, es bestünde eine 1:10-Chance, Geld zu verlieren, dann fragen sich viele, wer der Betroffene sein könnte und stellen sich eine reale Person vor, meistens sich selbst.⁶⁸

Narrow Framing liegt vor, wenn ein Investor seine Entscheidungen in einen zu engen Kontext setzt. Dadurch wird er eher kurzfristige als längerfristige Strategien anheben und seine Gewinne und Verluste (zu) häufig überprüfen, auch wenn er langfristige Anlageziele verfolgt.⁶⁹ Narrow Framing begünstigt das Verhalten der Anleger, stärker auf Verluste als auf Gewinne zu reagieren. Dieses Verhalten wird **Loss Aversion** genannt und stellt eine wesentli-

⁶⁶ vgl. Siebenmorgen und Weber 1999, S. 7

⁶⁷ vgl. ebd., S. 10f

⁶⁸ vgl. Zweig 2007, S. 156

⁶⁹ vgl. Jörg Perrin 2007, S. 55

che Erkenntnis der Prospekttheorie dar.⁷⁰ Benartzi und Thaler (1993) kombinieren diese beiden Phänomene, nennen dies kurzsichtige Verlustaversion (Myopic Loss Aversion) und erklären damit das "Equity Premium Puzzle".⁷¹

Eng mit Narrow Framing verbunden ist **Mental Accounting**. Darunter versteht man die Neigung, das finanzielle Engagement nicht in seiner Gesamtheit zu betrachten, sondern für jedes Vorhaben ein gesondertes (mentales) Konto zu bilden.⁷² Wenn Investoren bspw. eine Aktie kaufen, eröffnen sie ein mentales Konto in ihrem Kopf mit dem Einstandspreis als Referenzpunkt. Oft geschieht dies im Unterbewusstsein. Wenn ein Investment nicht innerhalb des Gesamtportfolios, sondern einzeln betrachtet wird, besteht die Gefahr, dass Korrelationen ausser Acht gelassen werden, was Wahrnehmungsverzerrungen begünstigt.

4.1.2 Overconfidence Bias

Ein sehr häufig beobachtetes Phänomen ist die sog. **Overconfidence**. De Bondt und Thaler (1994) meinen: "Perhaps the most robust finding in the psychology of judgement is that people are overconfident."⁷³ Dieses übermässige Vertrauen von Investoren in ihr eigenes Wissen, in ihre eigenen Fähigkeiten sowie in die Verlässlichkeit und Genauigkeit ihrer Informationen kann dazu führen, dass Anleger die Verlustrisiken als verschwindend gering wahrnehmen und deshalb zu riskant investieren.⁷⁴ Da Overconfidence in der Empirie durch zahlreiche Studien und Experimente nachgewiesen werden konnte, wird in der praktischen Untersuchung der vorliegenden Arbeit dieses Phänomen nicht weiter analysiert, dafür nachfolgend detailliert umschrieben.

Overconfidence kann in ganz unterschiedlichen Bereichen nachgewiesen werden. So stellte Svenson in seiner oft zitierten Studie von 1981 fest, dass sich die grosse Mehrheit der Befragten für überdurchschnittlich gute Autofahrer hält.⁷⁵ Dabei kann Overconfidence auf verschiedene Arten interpretiert werden. Barberis und Thaler (2002) fokussieren insbesondere auf zwei Ausprägungen. Zum einen interpretieren sie Overconfidence als eine überhöhte Gewissheit bezüglich des Eintritts eines Ereignisses, ausgedrückt durch ein zu enges Konfidenzintervall. Im Finanzmarktkontext gehen viele Anleger bei ihren Aktienkursprognosen von einer zu engen Schwankungsbreite aus. Zum anderen zeichnet sich überkonfidentes Verhalten nach ihrer Meinung dadurch aus, dass Menschen bei Einschätzungen generell schlecht kalibriert

⁷⁰ vgl. Barberis und Huang 2005, S. 2

⁷¹ vgl. Benartzi und Thaler 1993, S. 1

⁷² vgl. Wahren 2009, S. 257

⁷³ De Bondt und Thaler 1994, S. 389

⁷⁴ vgl. Kiehling 2001, S. 141

⁷⁵ vgl. Svenson 1981, S. 143ff.

sind (Miscalibration).⁷⁶ So ist bspw. das Überschätzen von geringen Wahrscheinlichkeiten weit verbreitet, was Wahrnehmungsverzerrungen begünstigt.⁷⁷ Lottospieler träumen regelmässig vom grossen Gewinn und überbewerten dabei die geringe Gewinnwahrscheinlichkeit. Gemäss Kahneman und Riepe (1998) scheinen Meteorologen dagegen gut mit Wahrscheinlichkeiten umgehen zu können, da sie tagtäglich probabilistische Aussagen zum Wetter machen müssen und sie die Richtigkeit ihrer Prognosen schnell und präzise überprüfen können. Diese Bedingungen für gute Kalibrierung mögen für einige professionelle Investoren gegeben sein, für nichtprofessionelle Anleger aber bei weitem nicht, weshalb diese nach Auffassung von Kahneman und Riepe besonders von den Nachteilen der Overconfidence betroffen zu sein scheinen.⁷⁸ Auch Shefrin (2000) vertritt diese Ansicht und meint, dass unerfahrene Investoren selbstsicherer sind und eher glauben, den Markt schlagen zu können als erfahrene Anleger.⁷⁹

Verschiedene Studien zeigten hingegen, dass die Selbstüberschätzung bei Finanzexperten ausgeprägter ist als bei unerfahrenen Anlegern. Glaser, Langer und Weber (2005) untersuchten in ihrer Studie die Selbstüberschätzung von Finanzexperten und Laien. Die Teilnehmer mussten Unter- und Obergrenzen angeben, innerhalb deren sie die richtige Antwort mit einer Wahrscheinlichkeit von 90% vermuteten. Es zeigte sich, dass in allen untersuchten Bereichen die Finanzprofis einerseits ein grösseres Selbstbewusstsein als die Laien zur Schau stellten und andererseits mehr falsche Antworten gaben.⁸⁰ Auch in einer Untersuchung von Stephan und Kiell (1998) stellte sich heraus, dass die befragten Devisenhändler mit langjähriger Erfahrung über alle Wissensbereiche eine überraschend hohe Overconfidence aufwiesen. Stephan und Kiell kommen zum Schluss, dass insbesondere Bereiche des Halbwissens für Selbstüberschätzung anfällig sind, in denen man vermeintlich gut Bescheid weiss.⁸¹

Einen besonderen Stellenwert nimmt eine Untersuchung von Barber und Odean (2001) ein. Sie zeigten, dass überkonfidente Investoren überdurchschnittlich viel handeln, da sie glauben, aufgrund ihrer Informationen und Kompetenzen den Markt schlagen zu können. Doch die Untersuchung zeigte, dass Anleger, welche überdurchschnittlich häufig handeln, unterdurchschnittliche Renditen erzielen. Besonders davon betroffen sind Männer, denn sie handeln gemäss dieser Studie 45% mehr als Frauen und reduzieren damit ihre Nettorenditen um 2.65 Prozentpunkte pro Jahr; bei Frauen sind es nur 1.72 Prozentpunkte.⁸² Die Autoren vermuten,

⁷⁶ vgl. Barberis und Thaler 2003, S. 1063f

⁷⁷ vgl. Kahneman und Tversky 1979, S. 281

⁷⁸ vgl. Kahneman und Riepe 1998, S. 54

⁷⁹ vgl. Shefrin 2000, S. 56

⁸⁰ vgl. Glaser et al., 2005 S. 25f

⁸¹ vgl. Stephan und Kiell 1998, S. 30f

⁸² vgl. Barber und Odean 2001, S. 261

dass ein übersteigendes Selbstvertrauen auch die Ursache für ein zu hohes Handelsvolumen ist.⁸³

Auch in der Schweiz wurde in verschiedenen Studien Overconfidence nachgewiesen. Stäheli und Zobl (2008) konnten in ihrer Untersuchung deutlich aufzeigen, dass sich viele Leute in ihren Finanzkenntnissen klar überschätzen.⁸⁴ Eine im Auftrag von Axa Investment Managers im Jahre 2009 vom Meinungsforschungsinstitut TNS Infratest durchgeführte repräsentative Umfrage in der Schweizer Bevölkerung kam zur selben Schlussfolgerung. Es wurde ein Wissens-Index mit der Aufteilung der Anleger in Profis, Fortgeschrittene, Anfänger und Unwissende ermittelt. Laut diesem Barometer zählen nur 5% der Schweizer beim Investieren zu den Profis, während 29% in die Kategorie der Fortgeschrittenen fallen. Gleichzeitig schätzten allerdings 52% der Befragten ihr Finanzwissen als gut oder sogar sehr gut ein.⁸⁵

Untersucht man die Determinanten von Overconfidence wird deutlich, dass eine enge Verzahnung zwischen einer Reihe von psychologischen Effekten besteht, welche die Risikowahrnehmung verzerren können. Es wird vermutet, dass vergangene Erfolge die Stärke der Overconfidence massgeblich beeinflussen (siehe auch Kapitel 4.1.4).⁸⁶ So führt ein früheres erfolgreiches Handeln häufig dazu, dass Anleger den Erfolg den eigenen Fähigkeiten zuordnen, was in der Behavioral Finance als **Self Attribution Bias** bezeichnet wird, während Misserfolge hingegen gerne durch negative Umstände und Pech begründet werden.⁸⁷ Der **Hindsight Bias** kann Overconfidence ebenfalls erklären. Gemeint ist die Neigung vieler Menschen, das zu überschätzen, was sie vor einem Ereignis über dessen Ausgang bereits erahnt haben. Russo und Schoemaker (1992) halten fest: "Hindsight makes us believe that the world is more predictable than it really is."⁸⁸ Diese Vorstellung der leichten Einschätzbarkeit kann das Risiko einer Fehlprognose bzw. Fehlentscheidung fördern. Ein weiterer Grund für das Zustandekommen von Overconfidence kann auch in der so genannten **Kontrollillusion** zu sehen sein. Darunter versteht man den fälschlichen Glauben, Herr einer Situation zu sein, obwohl dies in der Realität nicht der Fall ist.⁸⁹ Die eigene Kontrolle im Zusammenhang mit zukünftigen Entscheidungen wird überschätzt, daraus resultiert Overconfidence. Die Kontrollillusion ist für die Finanzmärkte ein äusserst wichtiges Phänomen. Bei jedem Geschäft stehen sich Käufer und Verkäufer gegenüber. Wenn ein Investor auf der einen Seite für das betreffende Wertpa-

⁸³ vgl. Barber und Odean 2001, S. 289

⁸⁴ vgl. Stäheli und Zobl 2008, S. 48

⁸⁵ vgl. Axa Investment Managers 2009, S. 1

⁸⁶ vgl. Gervais und Odean 2001, S. 1ff.

⁸⁷ vgl. Barberis und Thaler 2003, S. 1064

⁸⁸ Russo und Schoemaker 1992, S. 12

⁸⁹ vgl. Goldberg und von Nitzsch 2004, S. 153

pier steigende Kurse prognostiziert, dann kommt es nur zum Kauf, wenn es auf der anderen Seite einen Investor gibt, der das Papier verkaufen will, weil er gerade das Gegenteil annimmt. Einer der beiden muss sich täuschen und ohne eine entsprechende Kontrollüberzeugung würde wohl kaum ein Geschäft zustande kommen.⁹⁰ Eng verbunden mit der Kontrollillusion ist der Familiarity Bias, der im folgenden Kapitel näher betrachtet wird.

4.1.3 Familiarity Bias

Der soeben dargestellte Wunsch des Anlegers nach Kontrolle erklärt ein oft zu beobachtendes Phänomen im Bereich der Kapitalanlagen. Anleger tendieren dazu, in Wertpapiere von Unternehmen zu investieren, die ihnen bekannt sind. Dabei handelt es sich oftmals um das Unternehmen, in dem sie arbeiten, oder um andere lokale bzw. nationale Unternehmen. Dieses Verhalten wird **Familiarity Bias** bezeichnet und ist auch unter dem Begriff **Home Bias** bekannt.⁹¹ Zahlreiche Studien haben gezeigt, dass der Anteil einheimischer Aktien in den Portfolios privater Investoren überdurchschnittlich hoch ist. French und Poterba (1991) fanden bspw. heraus, dass US-Anleger, Japaner und Briten jeweils 94%, 98% bzw. 82% ihres Vermögens in heimischen Werten investieren.⁹² Dieses Verhalten ist nicht rational, denn aus Gründen der Risikostreuung wäre es geschickt, auch in Märkte zu investieren, die sich möglichst unabhängig vom heimischen Markt entwickeln, die mit anderen Worten tiefe Korrelationen aufweisen. Mit Gründen wie Wechselkurse, Handels- und Marktzugangsbeschränkungen sowie monetären Nachteilen (z.B. höhere Transaktionskosten und Steuern) kann diese unzureichende Diversifikation nicht genügend erklärt werden. Die meisten Anleger haben das Gefühl, über einheimische Unternehmen mehr zu wissen als über ausländische. Eine Investition im Ausland ist mit Ambiguität verbunden, was vielen Menschen Unbehagen bereitet. Heath und Tversky (1991) zeigten in ihrer Studie, dass Entscheider Situationen bevorzugen, in denen sie sich kompetent fühlen. Sie sind dann eher bereit, Risiken einzugehen, da sie das Gefühl haben, diese kontrollieren zu können.⁹³

Nebst dieser Ambiguitätsaversion konnten Kilka und Weber (2000) in ihrer Untersuchung zeigen, dass sowohl die Risikowahrnehmung als auch die Wahrnehmung der Renditeaussichten zugunsten inländischer Aktien verzerrt ist. Die Risiken der heimischen Aktien werden für geringer gehalten als die der ausländischen, während für die inländischen Aktien eine höhere

⁹⁰ vgl. Jungermann et al. 2005, S. 353

⁹¹ vgl. Jörg Perrin 2007, S. 90

⁹² vgl. French und Poterba 1991, S. 222

⁹³ vgl. Heath und Tversky 1991, S. 21f

Rendite erwartet wird als für ausländische. Die Autoren machen eine höhere Vertrautheit und somit eine höhere wahrgenommene Kompetenz für dieses Verhalten verantwortlich.⁹⁴ Weber, Siebenmorgen und Weber (2005) kommen in ihrer Studie zum selben Ergebnis. Sie zeigten, dass die Vermögensallokation stark vom Home Bias und der Vertrautheit mit dem Namen der Anlage beeinflusst wird. Die Befragten fühlten sich sicherer, wenn sie heimische und vertraute Anlagen beurteilten, was zu einer tieferen Risikoeinschätzung der inländischen Anlage führte.⁹⁵ Hier gibt es eine offensichtliche Verbindung zum Overconfidence-Effekt.

Auch die Schweizer lassen ihr Geld lieber im Heimmarkt. Cocca, von Siebenthal und Volkart (2008) zeigten in ihrer repräsentativen Umfrage, dass Schweizer Aktionäre drei Viertel aller Aktienanlagen in der Schweiz tätigen. Inländische Titel werden gegenüber ausländischen Wertpapieren deutlich risikoärmer bewertet. Schweizer Aktien werden dabei sogar als weniger riskant eingeschätzt als erstklassige USD-Obligationen (siehe Kapitel 5.3.1).⁹⁶

4.1.4 Vergangene Anlageerfolge

Wie viel Geld ein Anleger mit seinen letzten Investitionen gewonnen oder verloren hat, kann seine Risikowahrnehmung für das nächste Börsengeschäft massgeblich beeinflussen. Je nachdem, ob er eine Glücks- oder Pechsträhne hatte, kann ihm die neue Investition sicher oder riskant erscheinen.⁹⁷ Diese Erkenntnisse stehen im Gegensatz zur normativen Theorie, aus deren Sicht das Risikoverhalten eines Anlegers nicht von in der Vergangenheit erzielten Gewinnen oder Verlusten beeinflusst werden sollte. Thaler und Johnson (1990) konnten in ihrer Studie zeigen, dass vergangene Gewinne oder Verluste durchaus Konsequenzen auf das Risikoverhalten von Anlegern haben können. Sie zeigten in ihrem Experiment, dass die Probanden nach Phasen mit überdurchschnittlichen Renditen glaubten, die Kursentwicklung könne weiterhin nur in der gleichen Richtung verlaufen und sie im Rausch der Euphorie riskante Anlagen klar favorisierten. Sicherlich spielen hier auch Overconfidence-Effekte und die Kontrollillusion eine grosse Rolle (siehe Kapitel 4.1.2). Nach Verlusten zeigte sich der umgekehrte Effekt: Die Probanden kehrten riskanten Investitionen den Rücken zu. Thaler und Johnson nennen dies den sogenannten **House Money Effect**, d.h. die Tendenz, dass Investoren nach Gewinnen ihre Risikobereitschaft erhöhen und nach Verlusten eher reduzieren.⁹⁸ Dieses Erkenntnis scheint auf den ersten Blick im Widerspruch zur Prospekttheorie zu stehen. Gemäss dieser Theorie verhalten sich die meisten Entscheider in Gewinnsituationen risikoscheu, in Verlustsi-

⁹⁴ vgl. Kilka und Weber 2000, S. 186

⁹⁵ vgl. Weber et al. 2005, S. 608

⁹⁶ vgl. Cocca et al. 2008, S. 8

⁹⁷ vgl. Zweig 2007, S. 160

⁹⁸ vgl. Thaler und Johnson 1990, S. 643ff.

tuationen hingegen risikofreudig.⁹⁹ Sie realisieren Gewinne zu früh und lassen Verluste zu lange laufen. Dieses Verhalten wird **Dispositionseffekt** genannt.¹⁰⁰ Empirisch nachgewiesen wurde der Dispositionseffekt insbesondere von Odean, der im Jahre 1998 bei einem grossen amerikanischen Discount Broker 10'000 Depots mit sämtlichen Daten über die zwischen 1987 und 1993 getätigten Wertpapiertransaktionen untersuchte.¹⁰¹

Der Widerspruch zum House Money Effekt relativiert sich, da sich der Dispositionseffekt auf einzelne Anlageentscheide bezieht. Werden Gewinne (frühzeitig) realisiert, kann dies im Zuge der Euphorie dazu führen, dass Anleger das Risiko als verschwindend gering wahrnehmen und entsprechend eine riskante Wiederanlage tätigen. Umgekehrt führen Verluste zu sehr negativen Emotionen und man bereut den Investitionsentscheid. Um dem Gefühl der Reue zu entgehen, entwickeln Anleger eine **Regret Aversion**. Darunter versteht man eine Handlungsblockade, bei der man eine Entscheidung aus Furcht, sie später zu bereuen, erst gar nicht trifft.¹⁰² Dieser innere Widerwille, sich von einer Investition zu trennen, kann dazu führen, dass die Risiken der Anlage nicht mehr unverzerrt wahrgenommen werden. Man nimmt lieber einen weiteren Kursverlust in Kauf, als dass man sich von der Anlage trennt und dann allenfalls zusehen muss, wie sich diese später wieder erholt, nachdem man sie verkauft hat. Untätigkeit wird somit dem Verkauf vorgezogen, da die negative Konsequenz als Folge des Verkaufs schlechter bewertet wird als diejenige aus Untätigkeit.¹⁰³ Somit kann festgehalten werden, dass Anleger das Risiko einer Investition, mit der sie sich in der Verlustzone befinden, tendenziell zu tief einschätzen, wohingegen sie durch diese negative Erfahrung künftig tendenziell weniger riskante Investitionen bevorzugen.

4.1.5 Weitere psychologische Einflussfaktoren

Jeder Investor nimmt die eingegangenen Risiken subjektiv wahr. Die **Einschätzung des wirtschaftlichen Umfelds** und die **Erwartungen in die Entwicklung der Finanzmärkte** beeinflussen aber massgeblich die Risikowahrnehmung. Aktienanlagen erzielten in den 80er und 90er Jahren viel höhere Erträge als seit dem Beginn des neuen Jahrtausends. Von den fantastischen Erträgen angezogen, stiegen immer mehr Anleger auf den fahrenden Zug auf und bisherige Investoren erhöhten sukzessive ihre Aktienquote. Oft wurden dabei die Risiken ausgeblendet.¹⁰⁴ In Krisenzeiten wie nach dem Platzen der "New Economy Bubble" im Jahr 2000 und in der aktuellen Finanzkrise kehrt sich das Bild jeweils schlagartig. Von Euphorie

⁹⁹ vgl. Weber 2007, S. 98

¹⁰⁰ vgl. Goldberg und von Nitzsch 2004, S. 93

¹⁰¹ vgl. Odean 1998, S. 1775ff.

¹⁰² vgl. Wahren 2008, S. 209

¹⁰³ vgl. Schönemann 2008, S. 27

¹⁰⁴ vgl. Götte 2006, S. 113

schwenken die Anleger in Panik über und schätzen die Risiken nun tendenziell höher ein, als sie effektiv sind. Dabei lassen sich die Anleger vom Verhalten anderer Menschen stark beeinflussen, was in der Behavioral Finance als **Herdning** (Herdentrieb) bezeichnet wird. Der Medienberichterstattung kommt dabei eine entscheidende Bedeutung zu. Sie können als Meinungsmacher Übertreibungen zusätzlich verstärken.

Ein Blick in das statistische Monatsheft der Schweizerischen Nationalbank zeigt denn auch, dass die aktuelle Finanzkrise zu grossen Wertverschiebungen innerhalb der Anlageklassen geführt hat. Die Aktienbestände in den Kundendepots der Banken in der Schweiz reduzierten sich in der Periode von Ende 2007 bis Februar 2009 um 48%, während die Geldmarktpapiere in diesem Zeitraum um 50% zunahmen.¹⁰⁵ Allein mit der Wertentwicklung lassen sich diese Verschiebungen nicht erklären. Ob sich auch Anlageberater vom negativen Umfeld der Finanzkrise in ihrer Risikowahrnehmung beeinflussen lassen, wird unter anderem im empirischen Teil dieser Arbeit untersucht (siehe Kapitel 5.4.2 und Kapitel 5.4.3).

Schliesslich hängt die Wahrnehmung von Anlagerisiken auch massgeblich von der generellen **psychischen Verfassung** (optimistische oder pessimistische Grundeinstellung) und der **momentanen Stimmung** ab. In kurzer Zeit kann sich die Stimmung ändern und mit ihr die Risikowahrnehmung. In einem Experiment wurde die Hälfte der Probanden in einen besorgten Zustand versetzt, indem man sie aufforderte, sich vorzustellen, ihr Arzt hätte sie kontaktiert, um ein dringendes medizinisches Problem zu besprechen. Dann wurden sie gebeten, sich zwischen einer halbwegs sicheren 60%-Chance, 5 Dollar zu gewinnen und einer riskanteren 30%-Chance, 10 Dollar zu gewinnen, zu entscheiden. Die besorgten Teilnehmer wählten weit häufiger als entspannte Probanden die sicherere Wette.¹⁰⁶ Da Anspannung ein Gefühl der Unsicherheit fördert, scheuen wir vor zusätzlichem Risiko zurück.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Wahrnehmung von Anlagerisiken von einer Vielzahl von psychologischen Faktoren beeinflusst wird. Aus Berateroptik ist es wichtig, diese Einflussfaktoren zu kennen und sich bewusst zu sein, dass die Risikoeinschätzung äusserst subjektiv ist und grösseren Schwankungen unterliegt. Die gängigen, häufig mittels Fragebogen erstellten Kundenrisikoprofile sind selten stabil. Für den Anlageberater gilt es zu differenzieren, ob die Schwankungen auf eine tatsächlich veränderte Risikoneigung zurückzuführen sind (z.B. durch wichtige Ereignisse im Lebenszyklus) oder ob die Schwankungen lediglich mit einer verzerrten Risikowahrnehmung zusammenhängen (siehe Kapitel 6.2.1).

¹⁰⁵ vgl. Statistisches Monatsheft der SNB, Juni 2009, S. 49

¹⁰⁶ vgl. Zweig 2007, S. 145

4.2 Soziodemografische Einflussfaktoren auf die Risikowahrnehmung

Ziel dieses Kapitels ist, anhand bisheriger Studien aufzuzeigen, welchen Einfluss soziodemografische Faktoren wie **Ausbildung, Einkommen, Vermögen, Alter und Geschlecht** auf die Wahrnehmung von Anlagerisiken haben und inwiefern diese Einflussfaktoren miteinander zusammenhängen.

Es wird gemeinhin angenommen, dass eine **Ausbildung** auf höherem Niveau eine positive Auswirkung auf das Risikoverhalten hat, denn eine gute Ausbildung verbessert die Möglichkeit von Investierenden, das Anlagerisiko kompetenter einzuschätzen. Zudem wird davon ausgegangen, dass ein höheres Bildungsniveau mit einer erhöhten Risikotoleranz einhergeht.¹⁰⁷ Dieser Effekt könnte aber auch auf andere Einflussfaktoren zurückzuführen sein, die eng mit der Ausbildung verbunden sind, wie z.B. das **Einkommen** oder das **Vermögen**. Eine höhere Ausbildung führt in der Regel zu höherem Einkommen und Vermögen, was sich wiederum positiv auf das Risikoverhalten auswirkt.¹⁰⁸ Es darf aber angenommen werden, dass die Ausbildung trotz dieser Bedenken einen wesentlichen Einfluss auf die Risikowahrnehmung hat, denn ein höheres Bildungsniveau sollte helfen, das Anlagerisiko einer Investition konsistenter einzuschätzen. Eng mit der Ausbildung verwandt ist die Financial Literacy, auf die in Kapitel 4.3 detaillierter eingegangen wird.

Die Befunde zum Einfluss des **Alters** auf die Risikowahrnehmung sind uneinheitlich. Studien zur altersabhängigen Wahrnehmung von Anlagerisiken fehlen weitgehend.¹⁰⁹ Was die Risikotoleranz betrifft, wird im Beratungsalltag oft vermutet, dass ein höheres Alter mit einer höheren Risikoaversion einhergeht. Anlageberater tragen diesem Aspekt i.d.R. Rechnung, indem empfohlen wird, im Alter das Wertschriftenvermögen von Aktien in weniger riskante Anlagen umzuschichten. Dies macht absolut Sinn, wenn es die Risikofähigkeit des Kunden erfordert (z.B. bei Vermögensverzehr). Es darf aber daran gezweifelt werden, dass ältere Anleger generell eine höhere Risikoaversion haben. Grable und Lytton (1999) zeigten in ihrer Studie, dass die Risikoneigung vielmehr durch Faktoren wie Bildungsniveau, Finanzkenntnisse und Einkommenshöhe beeinflusst wird als durch das Alter.¹¹⁰

Geschlechtsspezifische Unterschiede im Risikoverhalten werden in der Wissenschaft kontrovers diskutiert. Frauen sind in vielen Bereichen risikoaverser als Männer. Dies ist das Fazit einer Meta-Analyse mit 150 Studien, in denen die unterschiedliche Risikobereitschaft von

¹⁰⁷ vgl. Grable und Lytton 1999, S. 3

¹⁰⁸ vgl. Jörg Perrin 2007, S. 76

¹⁰⁹ vgl. Sachse 2008, S. 91

¹¹⁰ vgl. Grable und Lytton 1999, S. 7

Frauen und Männern untersucht wurde.¹¹¹ Die meisten Studien beziehen sich dabei auf das generelle Risikoverhalten von Frauen und Männern und nicht auf geschlechtsspezifische Unterschiede in der Risikowahrnehmung. Weber, Blais und Betz (2002) untersuchten in ihrer Studie zu kontextabhängigem Risikoverhalten auch geschlechtsspezifische Unterschiede und differenzierten zwischen Risikoneigung und Risikowahrnehmung. Sie kamen zum Schluss, dass Frauen Risiken aus den untersuchten Bereichen (z.B. Finanzen, Gesundheit und Freizeit) höher einschätzen als Männer, ausser im sozialen Bereich.¹¹² Auch Schubert (1997) stellte fest, dass für manche Risikoarten, wie z.B. Kernkraft, die empirische Evidenz sehr deutlich ist, dass Frauen Risiken höher einschätzen als Männer, während sie für andere Risikoarten eher schwach ausfällt.¹¹³

Zu Geschlechtsunterschieden in der Wahrnehmung von Anlagerisiken gibt es nur wenige spezifische Untersuchungen. Olsen und Cox (2001) zeigten, dass es bei Anlageformen mit besonders geringem und besonders hohem Risiko geschlechtsspezifische Unterschiede in der Höhe des wahrgenommenen Anlagerisikos gibt. Frauen halten hier die Risiken für grösser als Männer. Ausserdem wurde gezeigt, dass Frauen das Verlustrisiko bei der Risikobeurteilung stärker gewichten als Männer.¹¹⁴ Dieser Befund deckt sich mit den Ergebnissen von Harris und Jenkins (2006), die feststellten, dass Frauen sowohl die Wahrscheinlichkeit als auch das Ausmass negativer Folgen höher einschätzen als Männer.¹¹⁵ Fehr-Duda, de Gennaro und Schubert (2006) kamen in ihrem Experiment zur Ansicht, dass Frauen Gewinnwahrscheinlichkeiten zu pessimistisch beurteilen, denn sie gewichteten im Gewinnbereich hohe Wahrscheinlichkeiten geringer als Männer.¹¹⁶ Sachse (2008) konnte in ihren Untersuchungen keine bedeutsamen geschlechtsspezifischen Unterschiede in der Wahrnehmung von Anlagerisiken nachweisen.¹¹⁷

Verschiedene experimentelle Untersuchungen und Studien zeigten, dass Geschlechtsunterschiede im Risikoverhalten wesentlich durch Unterschiede bei den Rahmenbedingungen verursacht sind und stark vom Entscheidungskontext abhängen.¹¹⁸ In der bereits erwähnten Studie von Grable und Lytton (1999) untersuchten die Autoren nebst den altersabhängigen Einflüssen auch Geschlechtsunterschiede in der Risikotoleranz. Sie kamen zum Schluss, dass das Geschlecht die Risikoneigung nur ungenügend erklären kann und diese hauptsächlich durch die

¹¹¹ vgl. Byrnes et al. 1999, S. 367ff.

¹¹² vgl. Weber et al. 2002, S. 272

¹¹³ vgl. Schubert 1997, S. 258

¹¹⁴ vgl. Olsen und Cox 2001, S. 33f

¹¹⁵ vgl. Harris und Jenkins 2006, S. 57ff.

¹¹⁶ vgl. Fehr-Duda et al. 2006, S. 283

¹¹⁷ vgl. Sachse 2008, S. 179

erwähnten Faktoren Bildungsniveau, Finanzkenntnisse und Einkommenshöhe beeinflusst wird.¹¹⁹ Jörg Perrin (2007) stellte in ihren Untersuchungen ebenfalls fest, dass man das Geschlecht nicht per se als Indikator für die Risikobereitschaft nehmen darf, denn Interesse, wahrgenommene Kompetenz und Informationsverhalten wirken stärker als die bloße Tatsache, Frau oder Mann zu sein.¹²⁰ Auch Gysler, Brown Kruse und Schubert (2002) zeigten in ihren Untersuchungen, dass die Risikobereitschaft von Frauen vom Grad ihres Wissens und ihres Vertrauens in das eigene Wissen abhängig ist und Frauen also nicht per se risikoscheuer sind als Männer.¹²¹ Daher ist offensichtlich der Informationsstand von Frauen ausschlaggebend für ihre Risikowahrnehmung. Verschiedene Finanzinstitute tragen dem bereits Rechnung und haben Plattformen geschaffen, in denen Frauen ihr Finanzwissen verbessern und Investitionsstrategien besprechen können. Zusätzlich sollten Anlageberater verstärkt auf den frauenspezifischen Lebens- und Arbeitszyklus eingehen.¹²²

4.3 Der Einfluss der Financial Literacy auf die Risikowahrnehmung

Im Zuge der aktuellen Finanzkrise wurde ersichtlich, dass in zahlreichen Fällen das Vertrauen der Kunden in die Beratung mit den Füßen getreten wurde. Unaufgeklärte Sparer wurden in vermeintlich sichere Kapitalschutzprodukte (z.B. von Lehman Brothers) und mit falschen Versprechen in Absolute Return-Produkte gedrängt. Dabei war den wenigsten der betroffenen Kunden (und sicherlich auch nicht allen Kundenberatern) bewusst, welche Risiken sich hinter den oft komplexen Produkten verbergen. Diese fehlende Kenntnis über Finanzen führt, wie die Finanzkrise gezeigt hat, zu suboptimalem Investitionsentscheiden und setzt die Anleger vermeidbaren Risiken und Missbrauch durch Finanzintermediäre aus.¹²³ Der schlechte Wissensstand bezüglich Finanzen konnte in verschiedenen Studien nachgewiesen werden.¹²⁴ Demnach kommt der Verbesserung der sog. Financial Literacy ein hoher Stellenwert zu. Welchen Einfluss die Financial Literacy auf die Wahrnehmung von Anlagerisiken hat, wird in diesem Kapitel untersucht.

In der Financial Literacy geht es um "die Kenntnis finanzieller Begriffe, um Wissen über finanzielle Grundregeln, um Erfahrungswissen im Umgang mit der Finanzwelt und schliesslich um die Befähigung, dieses Wissen auf die persönlichen Verhaltenweisen umzusetzen."¹²⁵ Es

¹¹⁸ vgl. Schubert et al. 1999, S. 384f

¹¹⁹ vgl. Grable und Lytton 1999, S. 7

¹²⁰ vgl. Jörg Perrin 2007, S. 255f

¹²¹ vgl. Gysler et al. 2002, S. 22f

¹²² vgl. Rizzi 2009, S. 69f

¹²³ vgl. Stäheli und Zobl 2008, S. III

¹²⁴ vgl. zu Studien in der Schweiz: Stäheli und Zobl 2008, S. 56f; Axa Investment Managers 2009, S. 1

¹²⁵ Schönemann 2008, S. 23

erscheint intuitiv einleuchtend, dass die Financial Literacy eines Anlegers einen Einfluss auf dessen Risikowahrnehmung hat. Verschiedene Untersuchungen zur Wahrnehmung finanzieller Risiken zeigten denn auch übereinstimmend, dass das Wissen ein wichtiger Prädiktor¹²⁶ des wahrgenommenen Anlagerisikos ist.¹²⁷ Es kann angenommen werden, dass das Anlagerisiko einer Investition präziser wahrgenommen wird, wenn durch Informationen Wissen über deren Eigenschaften vermittelt wird. Ob das Risiko schliesslich grösser oder kleiner eingeschätzt wird, ist von der Anlageform abhängig. MacGregor, Slovic, Berry und Evensky (1999) zeigten in ihrer Untersuchung, dass Experten Risiken für grösser halten, wenn sie wenig über die Anlageform wissen und vice versa.¹²⁸ Die menschliche Abneigung gegen unsichere Situationen scheint diese Resultate zu unterstützen. Am Beispiel von komplexen Finanzprodukten wie z.B. Collateralized Debt Obligations (CDOs), die im Zuge der Finanzkrise stark in Verruf geraten sind, kann aber auch verdeutlicht werden, dass durch das Wissen um die tatsächlichen Risiken, die sich hinter diesen Produkten verbergen, die Risikowahrnehmung hingegen zunimmt.

Es kann festgehalten werden, dass die Financial Literacy einen grossen Einfluss auf die Wahrnehmung von Anlagerisiken hat. Fundierte Finanzkenntnisse, gekoppelt mit Erfahrungswissen, sollten zu einer realistischeren und rationaleren Einschätzung von Anlagerisiken führen. Dabei hilft eine gute Financial Literacy dem Anleger, nicht in die in Kapitel 4.1 beschriebenen psychologischen Anlegerfallen zu tappen.

Die Erkenntnisse aus der Literaturanalyse sind zusammen mit neuen Ideen in den Fragebogen eingeflossen, der im folgenden Kapitel vorgestellt wird.

¹²⁶ unter Prädiktor versteht man in der Statistik eine zur Vorhersage eines Merkmals herangezogene Variable

¹²⁷ vgl. Olsen 1997; MacGregor et al. 1999; Koonce et al. 2004

¹²⁸ vgl. MacGregor et al. 1999, S. 73f

5. Empirische Untersuchung

5.1 Ziele und Fragestellungen der Untersuchung

Nach der Auswertung vorhandener Studien und Analyse diverser Einflussfaktoren auf die Risikowahrnehmung gilt es als erstens herauszufinden, wie aus Berateroptik die Risiken verschiedener Anlageformen wahrgenommen werden. Dabei wird ein Vergleich zu den Ergebnissen der Studie "Aktienbesitz in der Schweiz 2008" gezogen.¹²⁹ In dieser Studie mussten Schweizer Aktionäre die Risiken derselben Anlageformen einschätzen. Zusätzlich wird untersucht, ob Geschlechtsunterschiede in der Risikowahrnehmung ersichtlich sind. Wie in Kapitel 4.1.1 beschrieben, wurde in einem Experiment mit Studenten nachgewiesen, dass die Risikodarstellung die Risikowahrnehmung beeinflusst. Deshalb wird zweitens untersucht, ob unterschiedliche Darstellungsarten wie Kurscharts, Balkendiagramme der historischen Renditen oder numerische Angaben zu Rendite und Volatilität auch die Risikowahrnehmung von Finanzexperten beeinflussen. Schliesslich soll untersucht werden, wie sinnvoll aus Berateroptik die Verwendung unterschiedlicher Risikoparameter im Beratungsgespräch ist.

Aus diesen Gründen wurde bei Kundenberatern, die direkten Kontakt mit privaten Kapitalanlegern haben, eine Umfrage durchgeführt. Im Wesentlichen sollen Erkenntnisse zu folgenden Kernfragen gewonnen werden:

- Ist die Wahrnehmung von Risiken verschiedener Anlageformen bei Kundenberatern ähnlich stark verzerrt wie bei Schweizer Aktionären?
- Beeinflusst das Framing von Anlageoptionen durch unterschiedliche Darstellungsarten die Risikowahrnehmung der Kundenberater?
- Welche Risikoparameter werden im Beratungsgespräch sinnvollerweise eingesetzt?

5.2 Vorgehen und Stichprobe

Die Umfrage wurde mit Hilfe eines internetbasierten Fragebogens durchgeführt, der für diesen Zweck konzipiert wurde. Zunächst wurde der Fragebogen von drei Pilotkandidaten auf seine Praxistauglichkeit überprüft und aufgrund ihres Inputs leicht überarbeitet, um die mit der Umfrage angestrebten Informationsziele auch tatsächlich zu erreichen. Schliesslich wurde an über 450 Kundenberater der UBS AG in der Region Zürich, die direkten Kontakt mit privaten Kapitalanlegern haben, per E-Mail ein Link zum entsprechenden Online-Fragebogen gesendet. Zusätzlich wurde der Link auch an Mitstudentinnen und –Studenten des MAS FC 11 gesendet,

¹²⁹ vgl. Cocca et al. 2008, S. 27

die ebenfalls direkten Kontakt mit privaten Kapitalanlegern haben, mit der Bitte, den Link an Arbeitskolleginnen und –Kollegen weiterzuleiten, die dieses Kriterium auch erfüllen. Insgesamt füllten 256 Kundenberater, die als Finanzexperten bezeichnet werden können, den Fragebogen vollständig aus, was eine aussagekräftige Auswertung der Umfrageresultate ermöglicht.

5.3 Gliederung und Hypothesen

Der Fragebogen, der im Anhang unter Kapitel 7.2.1 ersichtlich ist, kann in vier Teile gegliedert werden, auf welche im Folgenden genauer eingegangen wird:

- Risikoeinschätzung verschiedener Anlageformen
- Unterschiedliche Risikodarstellungsarten
- Unterschiedliche Risikoparameter
- Soziodemografische Daten

5.3.1 Risikoeinschätzung verschiedener Anlageformen

Im ersten Teil des Fragebogens mussten die Teilnehmer das Risiko verschiedener Anlageformen einschätzen. Die Anlageformen und Risikoeinschätzungs-Definitionen wurden von der Studie "Aktienbesitz in der Schweiz 2008" der Universität Zürich unverändert übernommen.¹³⁰ Dies führte bei den Teilnehmern trotz entsprechendem Hinweis vereinzelt zu Kritik, denn Begriffe wie "Strukturierte Produkte" sind zu generell gefasst. Je nach Ausprägung können Strukturierte Produkte sehr sicher oder auch sehr riskant sein. Damit eine Vergleichbarkeit der Resultate gewährleistet werden konnte, wurde dieses Manko bewusst in Kauf genommen. Die Studie der Universität Zürich zeigte, dass die Risikowahrnehmung von Schweizer Aktionären stark verzerrt ist. Aktienfonds mit Schweizer Aktien werden als gleich riskant gesehen wie erstklassige CHF-Obligationen und Schweizer Blue-Chip-Aktien werden als gleich riskant wahrgenommen wie US-Obligationen erstklassiger Schuldner (siehe Abbildung 11).¹³¹

Wie in Kapitel 4.3 beschrieben, kann vermutet werden, dass eine hohe Financial Literacy zu einer konsistenteren Einschätzung von Anlagerisiken führt. Die Hypothese zu diesem Teilbereich lautet demnach wie folgt:

H 1: Die Risikowahrnehmung der Finanzexperten ist weniger stark verzerrt als diejenige der Schweizer Aktionäre.

¹³⁰ vgl. Cocca et al. 2008, S. 27

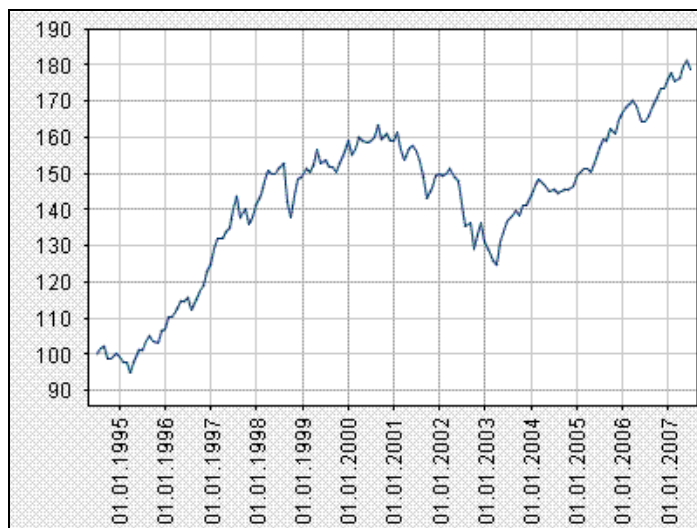
¹³¹ vgl. ebd., S. 27

Zusätzlich wurden die Teilnehmer gefragt, in welche der erwähnten Anlageformen sie in den letzten fünf Jahren selber Geld investiert hatten. In einer weiterführenden Untersuchung könnte analysiert werden, inwiefern eigene Erfahrungen mit bestimmten Anlageformen die entsprechende Risikowahrnehmung beeinflusst. Im Rahmen dieser Arbeit wird nur anhand der Anlageform "Hedge Funds" auf diese Fragestellung eingegangen.

5.3.2 Unterschiedliche Risikodarstellungsarten

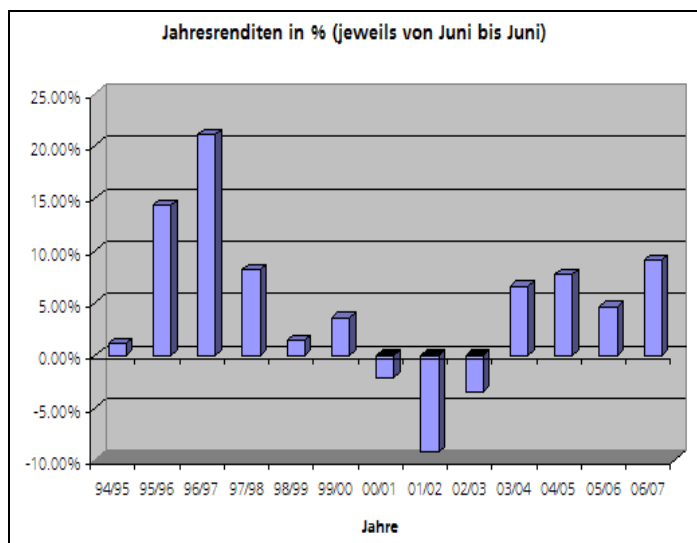
Im zweiten Teil des Fragebogens werden Framing-Effekte untersucht. Den Teilnehmern wurden folgende drei Risikodarstellungsarten gezeigt, die zur Veranschaulichung in Abbildung 2, 3 und 4 exemplarisch dargestellt werden:

Abbildung 2: Beispiel eines Kurscharts



Quelle: UBS AG 2009: <http://fundgate.ubs.com>

Abbildung 3: Beispiel eines Balkendiagramms der historischen Renditen



Quelle: Eigene Berechnungen

Abbildung 4: Beispiel von numerischen Angaben zu Rendite und Volatilität

Durchschnittsrendite p.a. 30.6.1994 - 29.6.2007:	4.58%
beste 12-Monatsperiode:	27.71%
schlechteste 12-Monatsperiode:	-17.49%
Volatilität (per 29.6.2007):	
2 Jahre (annualisiert):	4.39%
3 Jahre (annualisiert):	4.05%
5 Jahre (annualisiert):	6.35%

Quelle: UBS Global Asset Management 2007, S. 27 und eigene Berechnungen

Anhand dieser drei Darstellungen mussten die Teilnehmer das Risiko von vier verschiedenen Anlageformen einschätzen, was zu total 12 Bewertungen führte. Die Möglichkeit, im Fragebogen zurückzublättern, wurde technisch eliminiert, damit die jeweiligen Anlageformen möglichst unabhängig voneinander bewertet wurden. Die Namen der entsprechenden Anlagen wurden nicht genannt und die Anordnung der Darstellungsarten und Anlageformen erfolgte zufällig. Dabei handelte es sich um Strategiefonds der UBS AG in den Varianten "Fixed Income" (0% Aktien), "Yield" (25% Aktien), "Balanced" (50% Aktien) und "Growth" (75% Aktien). Im Anhang sind unter Kapitel 7.2.2 die entsprechenden Factsheets zu den Strategiefonds abgebildet. Diese Factsheets bildeten zusammen mit Kursdaten von der Internetseite <http://fundgate.ubs.com> die Datengrundlage zur Aufbereitung der entsprechenden Risikodarstellungsarten.

Der Betrachtungszeitraum war bei sämtlichen Abbildungen identisch und erstreckte sich vom 30.06.1994 bis zum 29.06.2007. Die Finanzkrise wurde bewusst aus dem Betrachtungszeitraum ausgeblendet, um die Risikoeinschätzungen mit der tatsächlichen Entwicklung während der Finanzkrise vergleichen zu können. Auf die Darstellung des UBS-Strategiefonds "Equity" (100% Aktien) wurde verzichtet, da die Vergangenheitsdaten zu wenig weit zurückreichten. Die Strategiefonds lassen sich den folgenden Risikoklassen zuordnen:¹³²

Fixed Income: Risikoklasse 1. Ziel ist die langfristige Erhaltung der Vermögenswerte. Die Rendite wird durch laufende Zinserträge erzielt. Minimale Wertschwankungen erwartet.

Yield: Risikoklasse 2. Ziel ist ein gemässigter langfristiger Vermögenszuwachs. Die Rendite wird aus laufenden Zins- und Dividendenerträgen erzielt sowie ergänzend dazu Kapitalgewinne. Mässige Wertschwankungen erwartet.

¹³² vgl. UBS Wealth Management 2009, S. 25

Balanced:	Risikoklasse 3. Ziel ist ein langfristiger Vermögenszuwachs. Die Rendite wird aus laufenden Zins- und Dividendenerträgen sowie aus Kapitalgewinnen erzielt. Mittlere Wertschwankungen erwartet.
Growth:	Risikoklasse 4. Ziel ist ein langfristiger deutlicher Vermögenszuwachs. Die Rendite wird aus Kapitalgewinnen und generell geringen laufenden Zins- und Dividendenerträgen erzielt. Überdurchschnittliche Wertschwankungen erwartet.
Equity:	Risikoklasse 5. Ziel ist die langfristige Maximierung des Vermögenszuwachses. Die Rendite wird im Wesentlichen aus Kapitalgewinnen erzielt, vervollständigt durch laufende Dividendenerträge. Hohe Wertschwankungen erwartet.

Den Risikoklassen entsprechend wurde den Teilnehmern zur Risikoeinschätzung eine fünfstufige Ratingskala vorgegeben, die an ihren Polen bezeichnet war und damit die Extremausprägungen der Skala "sehr geringes Risiko" und "sehr hohes Risiko" angab.

Wie in Kapitel 4.1.1 beschrieben, wurde empirisch nachgewiesen, dass die Risikodarstellung die Risikowahrnehmung beeinflusst. Die entsprechende Untersuchung wurde jedoch mit Studenten durchgeführt. Es stellt sich die Frage, inwiefern die Risikodarstellung auch die Risikoeinschätzung von Finanzexperten beeinflusst. Durch ihre fundierten Finanzkenntnisse, gekoppelt mit Erfahrungswissen, sollten die Kundenberater Risiken auch mit unterschiedlichen Darstellungsarten ähnlich einschätzen können.

Die Hypothese zum zweiten Teilbereich lautet wie folgt:

H 2: *Unterschiedliche Darstellungsarten beeinflussen die Risikoeinschätzung der Finanzexperten nicht.*

5.3.3 Unterschiedliche Risikoparameter

Im dritten Teil des Fragebogens wurden die Kundenberater gefragt, wie sinnvoll ihnen die Verwendung der im Kapitel 2.2 beschriebenen Risikoparameter im Beratungsgespräch erscheint. Dabei geht es darum herauszufinden, mit Hilfe welcher Risikoparameter dem Anleger aus Sicht der Kundenberater die Charakteristiken und Risikoeigenschaften einer Anlage sinnvollerweise dargestellt werden sollen. Es wurden bewusst auch Risikomasse wie "Maximum Drawdown" und "Maximum TUW" miteinbezogen, die vermutlich nicht jedem Kundenberater geläufig sind. Deshalb wurden diese Parameter im Fragebogen kurz umschrieben. Qualitative Risikoaspekte wie "Liquidität" und "Transparenz" wurden ebenfalls berücksichtigt.

In einem Textfeld konnten die Teilnehmer im Anschluss an die präsentierten Risikoparameter zusätzliche Risikomasse und Risikodarstellungsarten erfassen, die Sie im Beratungsgespräch benutzen. Dieser dritte Teil des Fragebogens bezweckt primär, wichtige Erkenntnisse für die Umsetzungsempfehlungen in Kapitel 6 zu gewinnen.

5.3.4 Soziodemografische Daten

Im letzten Teil des Fragebogens wurden soziodemografische Daten erhoben. Die Befragten mussten Geschlecht, Alter, Anzahl Jahre Erfahrung in der Kundenberatung, Ausbildung und Kundensegment, in dem sie tätig sind, angeben. Mittels dieser Daten können die Teilnehmer in Gruppen eingeteilt werden, um herauszufinden, ob innerhalb dieser Cluster bestimmte Merkmale vorherrschen.

5.4 Auswertung der Datenerhebung

Aufgrund des vorgegebenen Rahmens dieser Arbeit erfolgt die nachfolgende Auswertung der Datenerhebung grösstenteils deskriptiv. Ergänzend dazu haben sich im zweiten Teil der Umfrage (Kapitel 5.4.3) durch den gegebenen Umfang der Stichprobe nichtparametrische Tests angeboten. Betreffend Herleitung der dabei verwendeten statistischen Kennzahlen wird auf entsprechende Lehrbücher verwiesen.¹³³

5.4.1 Soziodemografische Daten

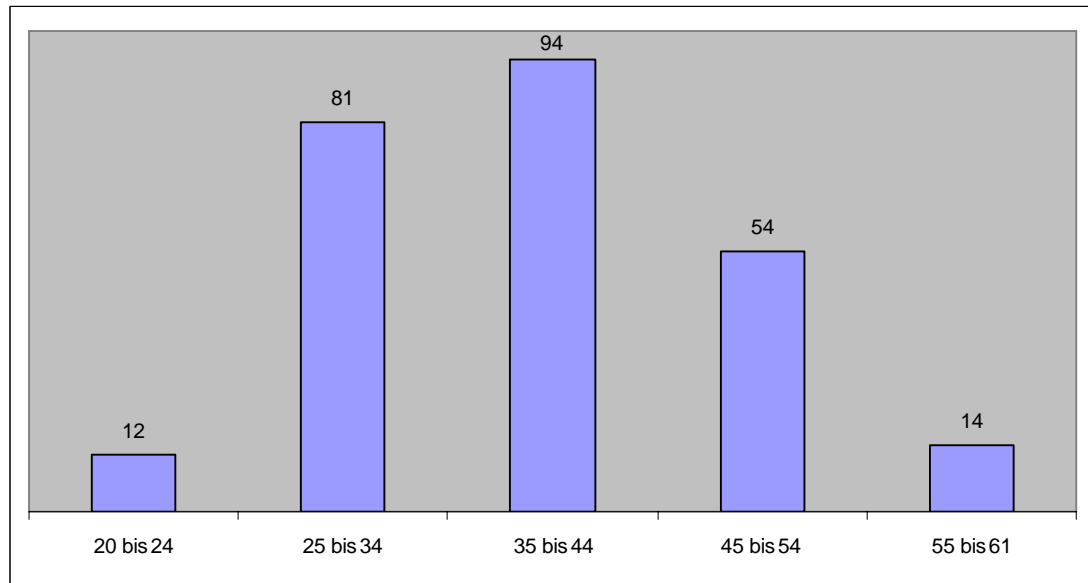
5.4.1.1 Geschlecht und Alter

50 Frauen (19.5%) und 206 Männer (80.5%) nahmen an dieser Umfrage teil. Dieses Verhältnis liegt im üblichen Rahmen, denn bei Schweizer Finanzinstituten sind weibliche Kundenberater klar in der Minderzahl, insbesondere im Private Banking.

Während das Durchschnittsalter der weiblichen Teilnehmer bei 34.5 Jahren liegt, sind ihre männlichen Kollegen im Durchschnitt 39.7 Jahre alt. Betrachtet man alle Teilnehmer, liegt das Durchschnittsalter bei 38.7 Jahren. Das untere Quartil liegt bei 31 Jahren, der Median bei 37 Jahren und das obere Quartil bei 45 Jahren. Abbildung 5 zeigt die Häufigkeitsverteilung nach Altersgruppen.

¹³³ vgl. weiterführend dazu bspw. Tiede und Voss 1982, S. 57ff.

Abbildung 5: Altersverteilung

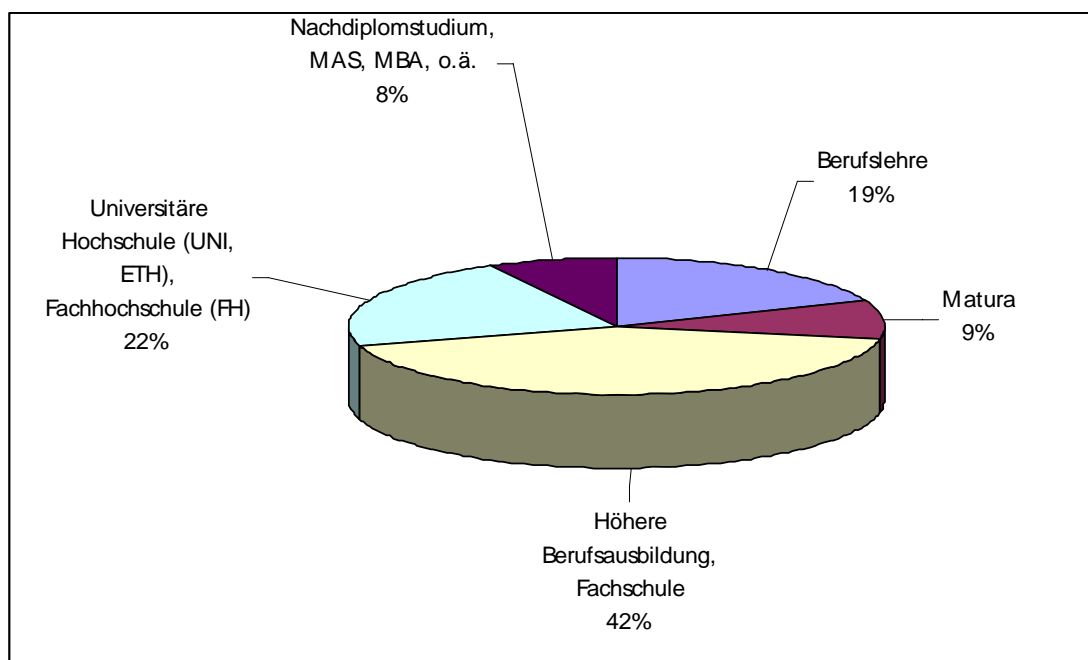


Quelle: Eigene Berechnungen

5.4.1.2 Ausbildung

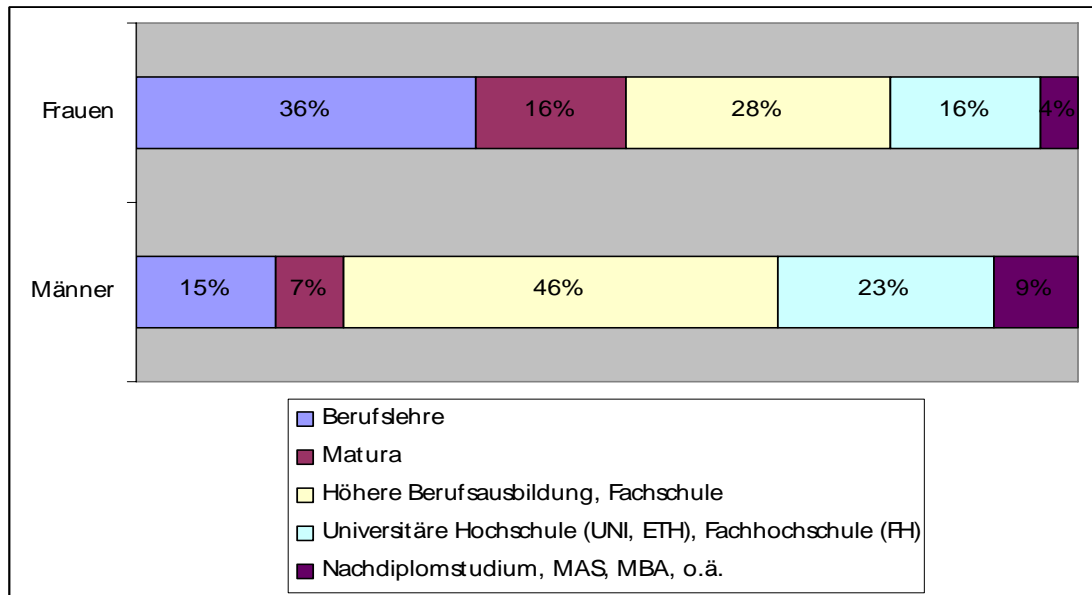
Abbildung 6 zeigt den derzeit höchsten Schulabschluss aller Teilnehmer, während in Abbildung 7 die Ausbildung nach Geschlechtern unterteilt wird. Es fällt auf, dass bei den Frauen die Berufslehre mit einem Anteil von 36% als höchsten Schulabschluss dominiert, während bei den Männern eine höhere Berufsausbildung bzw. Fachschule mit 46% aller Befragten eindeutig den grössten Anteil ausmacht.

Abbildung 6: Derzeit höchster Schulabschluss



Quelle: Eigene Berechnungen

Abbildung 7: Ausbildung nach Geschlechtern unterteilt

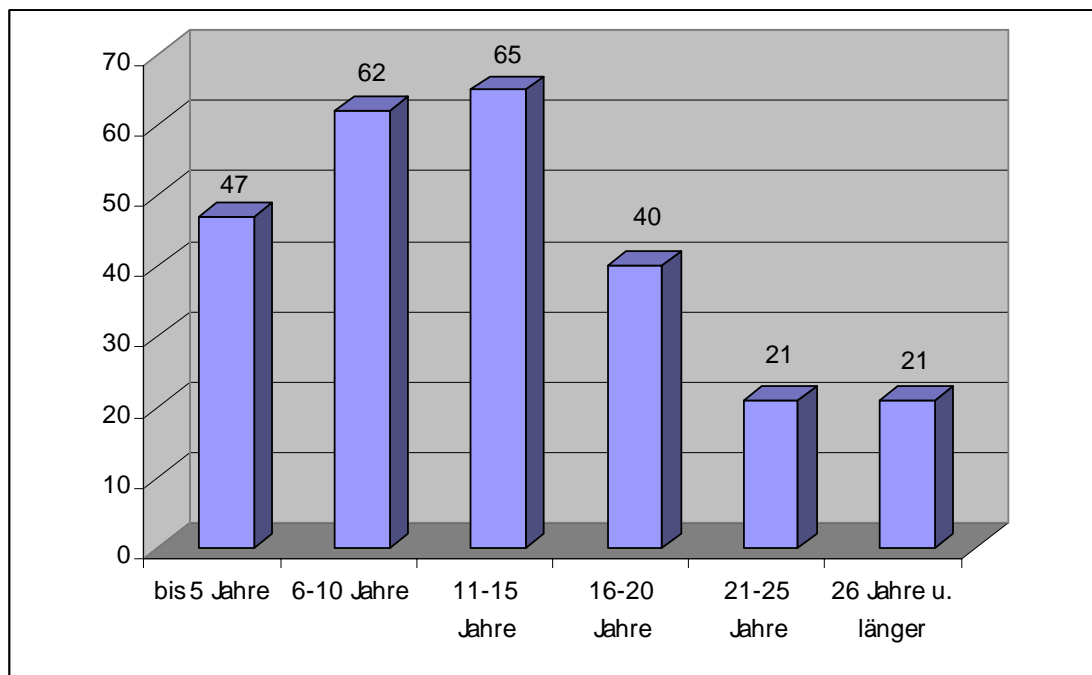


Quelle: Eigene Berechnungen

5.4.1.3 Erfahrung

Abbildung 8 zeigt die Häufigkeitsverteilung der Erfahrungsjahre, die die Teilnehmer in der Kundenberatung vorweisen können. Während die durchschnittliche Erfahrung der Frauen 10 Jahre beträgt, liegt sie bei den Männern bei 14.6 Jahren. Die durchschnittliche Erfahrung aller Befragten liegt bei 13.7 Jahren. Das untere Quartil liegt bei 7 Jahren, der Median bei 12 Jahren und das obere Quartil bei 20 Jahren.

Abbildung 8: Anzahl Jahre Erfahrung in der Kundenberatung

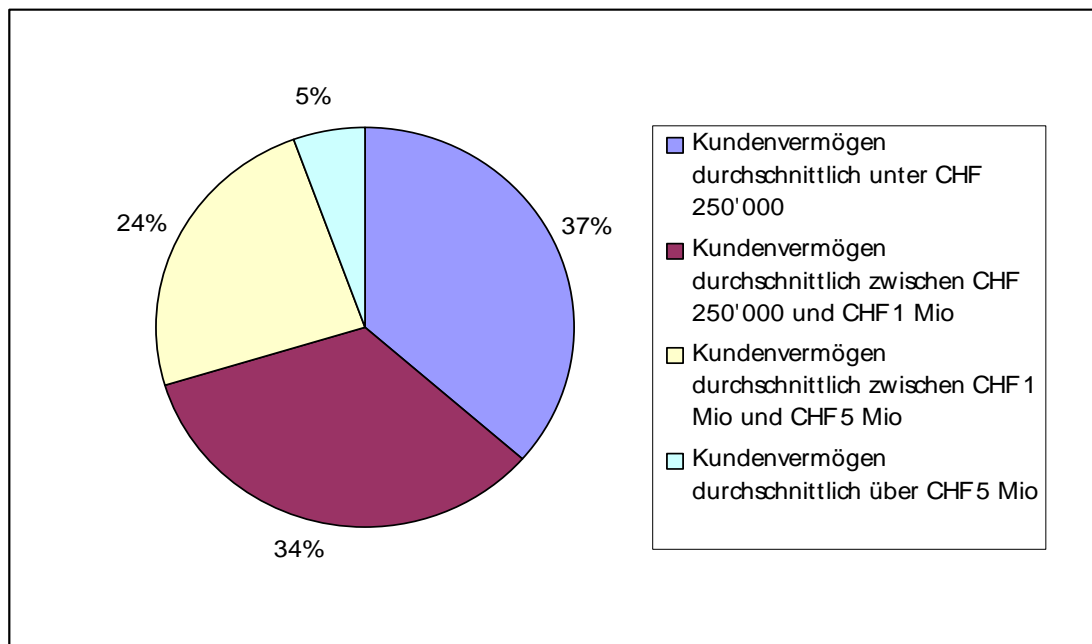


Quelle: Eigene Berechnungen

5.4.1.4 Tätigkeit nach Kundensegmenten

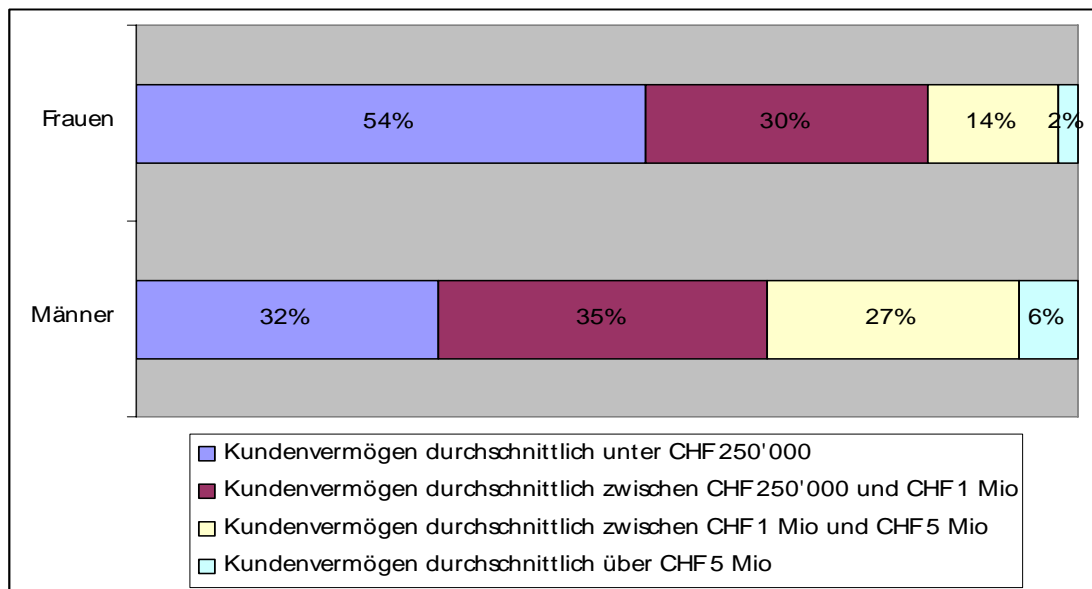
Abbildung 9 zeigt, in welchem Kundensegment die Umfrageteilnehmer tätig sind. Teilnehmer, die im Retailbanking Kleinanleger betreuen, sind am stärksten vertreten, knapp gefolgt von den Beratern im sog. Core Affluent-Segment (Vermögensbereich zwischen 250'000 CHF und 1 Mio. CHF). Wie Abbildung 10 entnommen werden kann, arbeitet die Mehrheit der Frauen (54%) im Retailbanking, während bei den Männern der grösste Anteil der Berater (35%) Kunden im Core Affluent-Segment betreut.

Abbildung 9: Tätigkeit der Umfrageteilnehmer nach Kundensegmenten



Quelle: Eigene Berechnungen

Abbildung 10: Tätigkeit nach Geschlechtern unterteilt



Quelle: Eigene Berechnungen

5.4.2 Risikoeinschätzung verschiedener Anlageformen

Nachfolgend wird die Risikoeinschätzung der Kundenberater derjenigen der Schweizer Aktionäre aus der Studie "Aktienbesitz in der Schweiz 2008" gegenübergestellt. Um für die Auswertung dem Risiko eine Objektivität zu geben, sind in Tabelle 1 die historischen Volatilitätszahlen der wichtigsten Anlageformen aus Sicht eines CHF-Anlegers ersichtlich. Dabei fällt auf, dass die Wahrnehmungsverzerrungen, die in Abbildung 11 (Risikoeinschätzung der Schweizer Aktionäre) beobachtet werden können, in Abbildung 12 (Risikoeinschätzung der Kundenberater) nicht vorkommen. Insbesondere schätzten die Finanzexperten das Risiko von Schweizer Aktien deutlich höher ein als die Schweizer Aktionäre, welche v.a. das Risiko der Aktienfonds Schweiz markant unterschätzten, indem sie es etwa gleich hoch einstufen wie das Risiko erstklassiger Obligationen in CHF. Auch die ausgeprägte Heimmarktorientierung der CH-Aktionäre fällt bei den Kundenberatern weg. Die im Vergleich zu den inländischen Aktien und Obligationen etwas höhere Risikoeinschätzung der ausländischen Titel scheint aufgrund der Währungsrisiken durchaus gerechtfertigt.

Die **Hypothese H 1**, die besagt, dass die Risikowahrnehmung der Finanzexperten weniger stark verzerrt ist als diejenige der Schweizer Aktionäre, kann somit **bestätigt** werden.

Tabelle 1: Kapitalmarkt-Volatilitäten aus Sicht eines CHF-Anlegers

Anlageformen	Volatilitäten	verwendete Indizes
Obligationen CHF	2.99%	BARCLAYS CHF AGGREGATE NON DOMESTIC AA+
Obligationen EUR	5.65%	BARCLAYS EURO AGGREGATE AA+ TR
Obligationen USD	10.83%	BARCLAYS EURODOLLAR AA OR BETTER TR
Aktien CHF	17.11%	MSCI SWITZERLAND - NR
Aktien EMU	21.21%	MSCI EMU U\$ - NR
Aktien USA	19.69%	MSCI USA - NR
Hedge Funds	13.42%	HFRX GLOBAL
Edelmetalle	16.13%	GSCI PRECIOUS METAL TR (OFCL)
Volatilitäten basieren auf Zeithorizont 29.12.1989 - 29.05.2009		

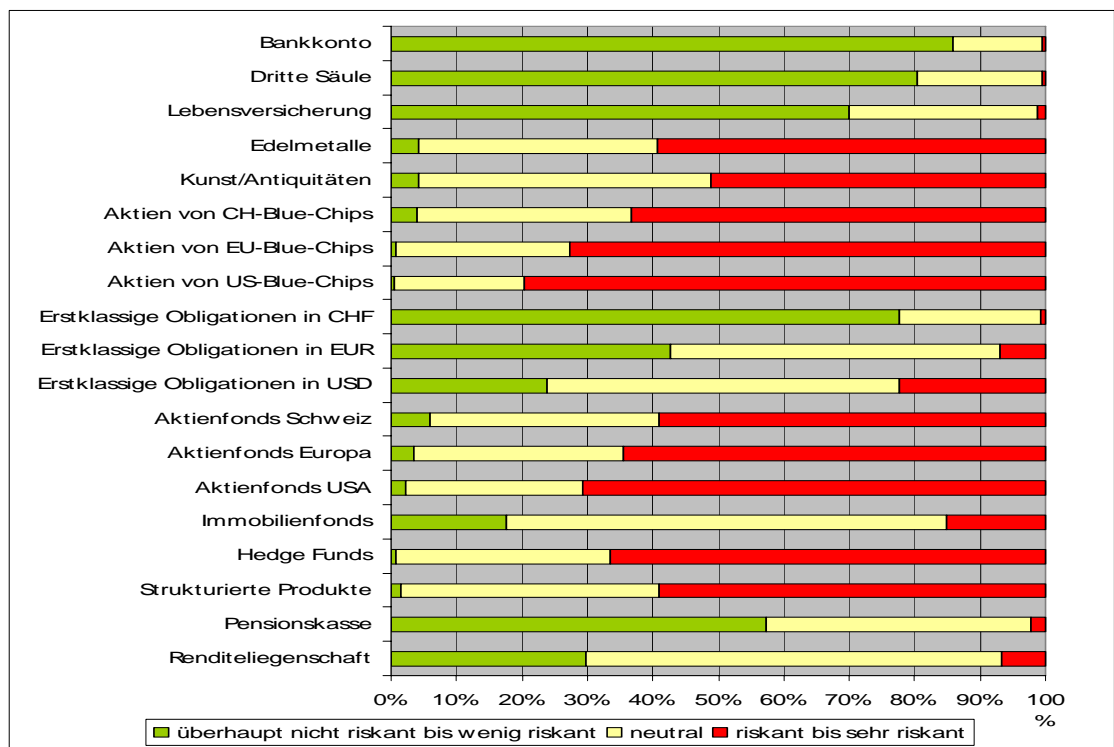
Quelle: Eigene Aufbereitung in Anlehnung an UBS Wealth Management 2009, S. 1 und S. 8

Abbildung 11: Risikoeinschätzung der Schweizer Aktionäre



Quelle: Cocca et al. 2008, S. 27

Abbildung 12: Risikoeinschätzung der Kundenberater



Quelle: Eigene Berechnungen

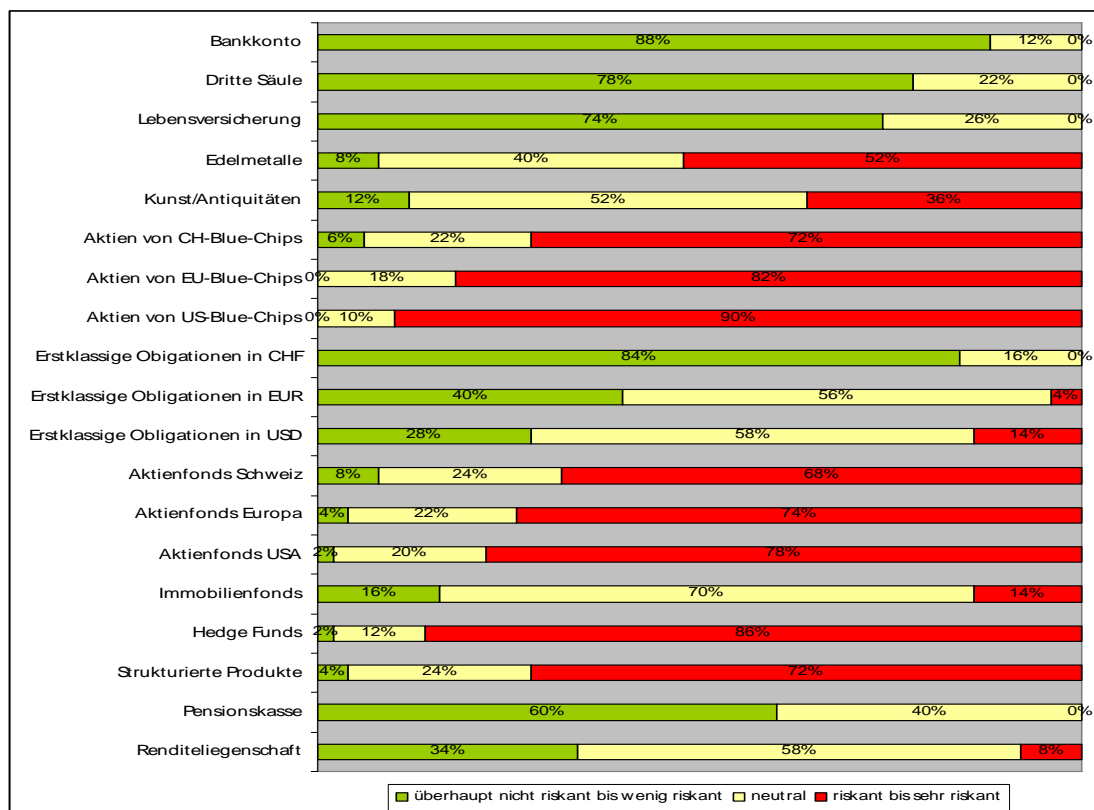
Als zusätzliche Anlageform wurden unter anderem "Hedge Funds" eingeführt, welche durch die CH-Aktionäre nicht beurteilt wurden. In Abbildung 12 fällt auf, dass das Risiko der Hedge Funds höher eingeschätzt wird als jenes der Schweizer Aktien. Dies lässt vermuten, dass die Kundenberater bei der Beurteilung von Hedge Funds nebst der Volatilität auch qualitative Risikomerkmale wie Liquidität und Transparenz berücksichtigen. Die hohe Risikoeinschätzung der Hedge Funds steht im Kontrast zum Anlagekonzept gewisser Vermögensverwalter, die vor ein paar Jahren diese Anlageklasse zulasten der Obligationenquote in ihre Vermögensverwaltungsmandate eingeführt haben.

53 der 256 Teilnehmer haben in den letzten fünf Jahren selber in Hedge Funds investiert. Von diesen 53 Kundenberatern stuften nur 47% diese Anlageform als riskant bis sehr riskant ein, während 71% der Kundenberater, welche noch keine eigenen Erfahrungen mit Hedge Funds gemacht haben, diese als riskant bis sehr riskant einstufen.

Betrachtet man in Abbildung 13 und Abbildung 14 die geschlechtsspezifischen Unterschiede in der Risikoeinschätzung, so fällt auf, dass die Kundenberaterinnen das Risiko von Aktien, Hedge Funds und Strukturierten Produkten durchwegs höher einschätzen als ihre männlichen Kollegen. Edelmetalle und Kunst/Antiquitäten stuften hingegen die Männer riskanter ein als die Frauen.

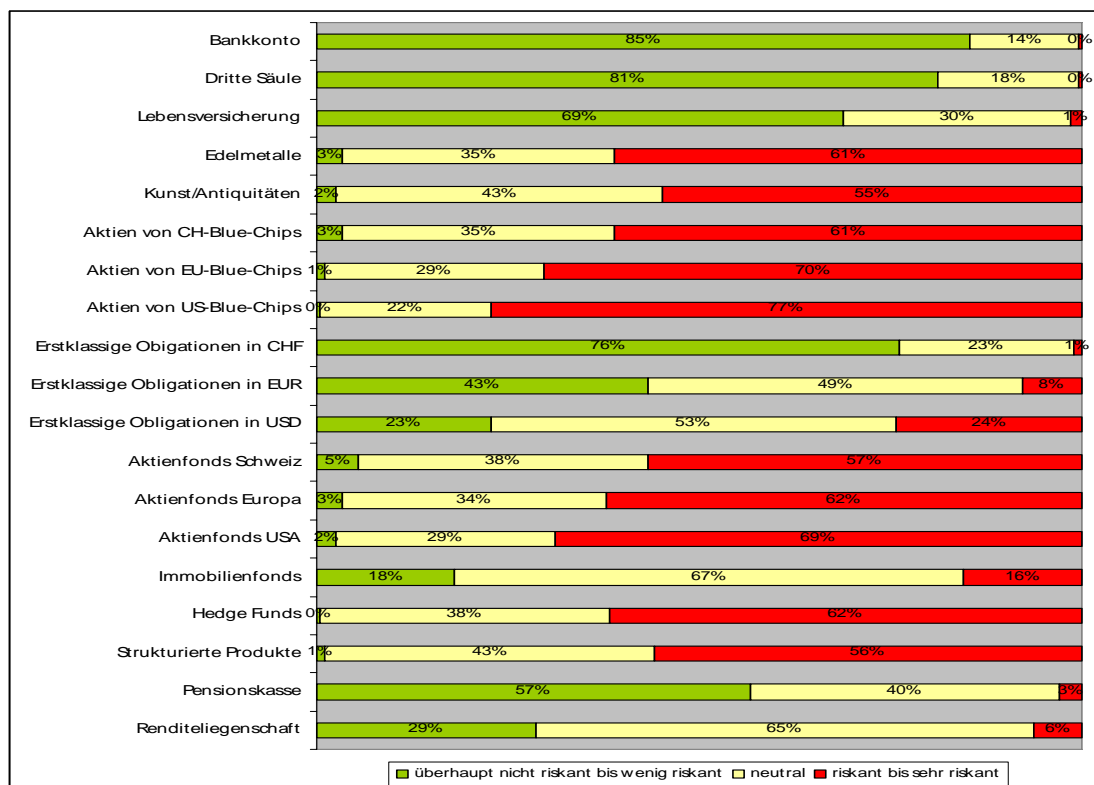
Die verschiedenen Einschätzungen müssen nicht zwingend auf geschlechtsspezifischen Unterschieden in der Risikowahrnehmung beruhen, sondern könnten auch auf das unterschiedliche Umfeld zurückzuführen sein. Wie in Kapitel 5.4.1 erwähnt, sind punkto Alter, Ausbildung, Erfahrung und Tätigkeit denn auch erhebliche Geschlechtsunterschiede ersichtlich.

Abbildung 13: Risikoeinschätzung der weiblichen Teilnehmer



Quelle: Eigene Berechnungen

Abbildung 14: Risikoeinschätzung der männlichen Teilnehmer

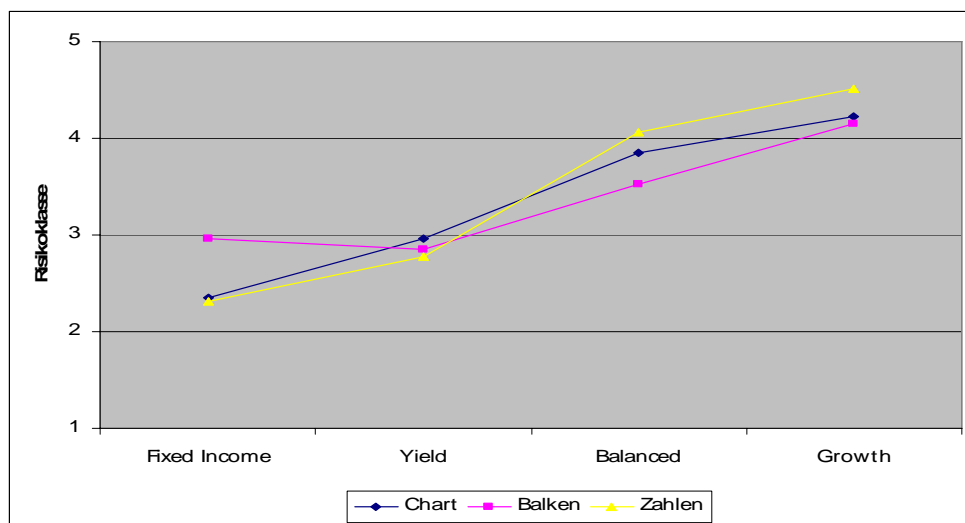


Quelle: Eigene Berechnungen

5.4.3 Unterschiedliche Risikodarstellungsarten

Nachfolgend wird untersucht, ob unterschiedliche Darstellungsarten die Risikoeinschätzung der Kundenberater beeinflussen (Framing-Effekte). Als erstes wird in Abbildung 15 aufgezeigt, wie die Kundenberater im Durchschnitt je nach Risikodarstellungsart die vier Strategien einschätzen. Aufgrund der hohen Streuung der Einschätzungen muss das arithmetische Mittel jedoch mit Vorsicht betrachtet werden. Trotzdem fällt auf, dass bei der Darstellung der Fixed Income-Strategie mittels Balkendiagramm das Risiko markant höher eingestuft wird als bei den anderen Darstellungsarten derselben Strategie. Sogar das Risiko der Yield-Strategie wird tiefer eingestuft. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass der Skalierung im Balkendiagramm der Fixed Income-Strategie zuwenig Beachtung geschenkt wurde. Um die Unterschiede zwischen den Risikodarstellungsarten mittels eines nichtparametrischen Tests zu betrachten, wurde mit der Statistik-Software "Stata" ein Kruskal/Wallis-Test durchgeführt. Mit diesem Testverfahren liessen sich über alle vier Strategien zusammen betrachtet keine signifikanten Unterschiede der durchschnittlichen Risikoeinstufungen zwischen den drei verschiedenen Darstellungsarten nachweisen.

Abbildung 15: Durchschnittliche Risikoeinstufung je nach Darstellungsart



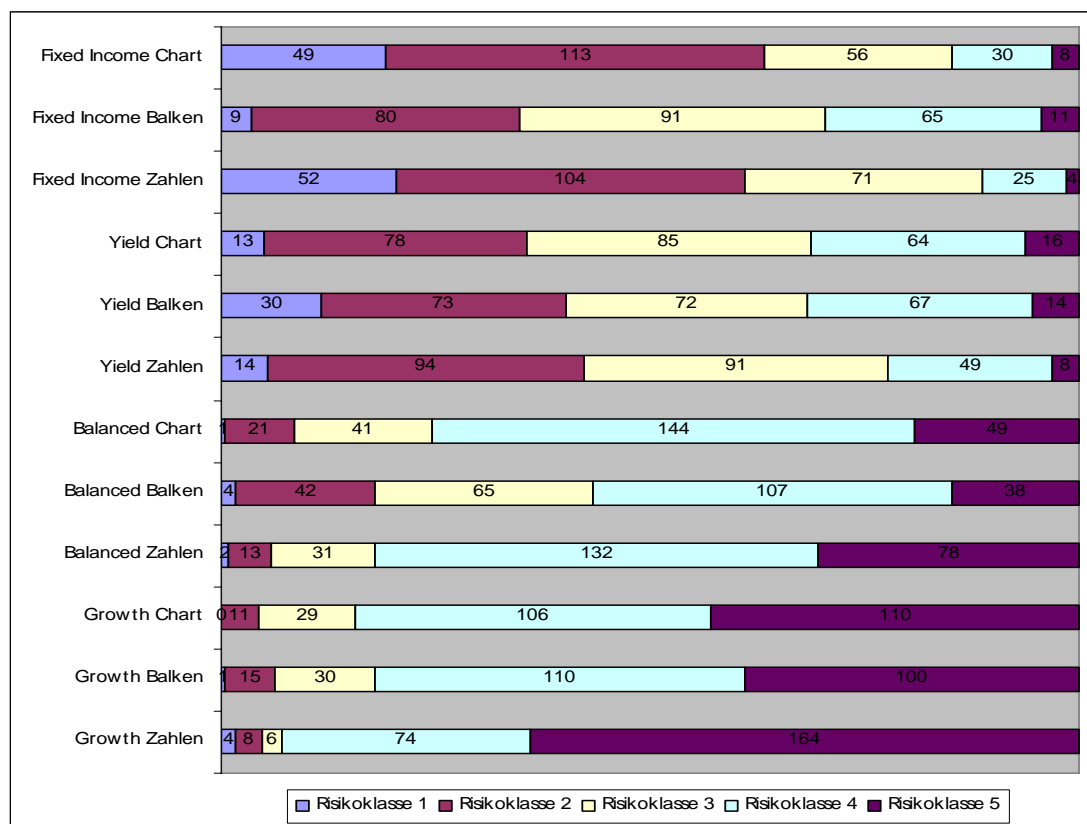
Quelle: Eigene Berechnungen

Von grösserer Aussagekraft als der Mittelwert dürfte die Verteilung sämtlicher Einschätzungen sein. In Abbildung 16 wird eine Gesamtdarstellung gezeigt, in der ersichtlich ist, wie die Kundenberater das Risiko der vier verschiedenen Strategien mit den jeweils drei unterschiedlichen Risikodarstellungsarten eingeschätzt haben. Es fällt auf, dass es sehr wohl zu Unterschieden in der Risikoeinschätzung je nach Darstellungsart kommt. Mit einer rein deskriptiven Analyse lässt sich aber nicht mit Bestimmtheit sagen, dass die Darstellungsart die Risikoeinschätzung bei sämtlichen Strategien signifikant beeinflusst, denn innerhalb der Strategie Yield fallen die optischen Unterschiede nicht besonders deutlich aus. Deshalb wurde mittels Chi-

Quadrat-Test über alle vier Strategien einzeln geprüft, ob die tatsächliche Verteilung der Risikoeinschätzungen aufgrund der Darstellungsarten signifikant von der erwarteten homogenen Verteilung abweicht. Die Analyse mittels Chi-Quadrat-Test zeigt, dass bei sämtlichen Strategien die Abweichungen hochsignifikant sind ($p < 0.01$, Microsoft Excel-Berechnungen). Dies gilt ebenso, wenn über alle vier Strategien gemeinsam getestet wird.

Die **Hypothese H 2**, die besagt, dass unterschiedliche Darstellungsarten die Risikoeinschätzung der Finanzexperten nicht beeinflussen, muss folglich **abgelehnt** werden.

Abbildung 16: Gesamtbetrachtung der Risikoeinschätzungen

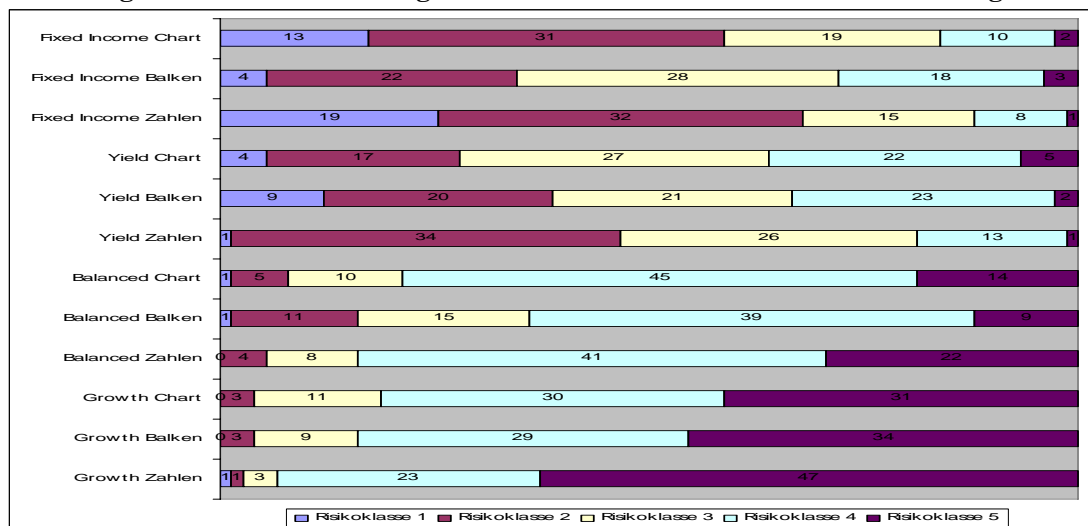


Quelle: Eigene Berechnungen

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die statistischen Tests ein unterschiedliches Bild zeigen. Einerseits führen die unterschiedlichen Darstellungsweisen nicht zu signifikant unterschiedlichen Mittelwerten (Kruskal/Wallis-Test), andererseits bestehen hochsignifikante Unterschiede hinsichtlich der Verteilung der Risikoeinschätzungen aufgrund der Darstellungsarten (Chi-Quadrat-Test). Diese Betrachtungsweise dürfte denn auch von deutlich grösserer Aussagekraft sein als eine Betrachtung der Mittelwerte, weshalb Hypothese H 2 abgelehnt wird.

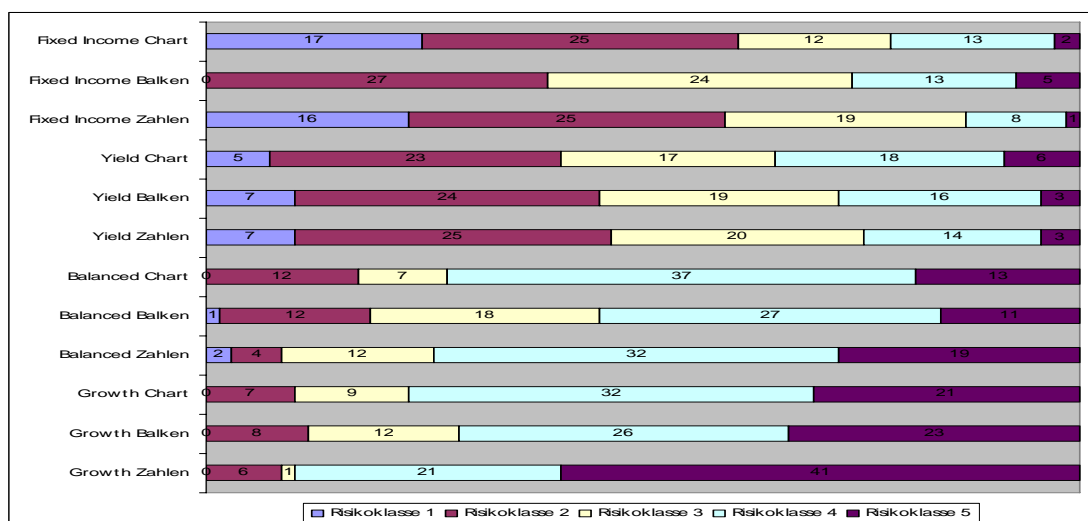
Im Folgenden soll untersucht werden, ob die Kundenberater mit einer höheren Ausbildung (Hoch- bzw. Fachhochschulabschluss oder Nachdiplomstudium) und längerer Erfahrung (obere 25%; mind. 20 Jahre Erfahrung in der Kundenberatung) die Risiken konsistenter einschätzen. Abbildung 17 zeigt, wie die 75 Teilnehmer mit einer höheren Ausbildung die Risiken der vier Anlagestrategien einschätzen, während Abbildung 18 darstellt, wie die 69 Kundenberater mit der längsten Erfahrung die Risiken einstufen. In Abbildung 18 zeigt sich, dass die Risikoeinschätzungen der Yield-Strategie sehr ähnlich sind. Hier weicht die tatsächliche Verteilung der Risikoeinschätzungen je nach Darstellungsart nicht mehr signifikant von der erwarteten homogenen Verteilung ab (Chi-Quadrat-Test: $p > 0.10$). Trotzdem kann festgehalten werden, dass auch eine höhere Ausbildung und langjährige Erfahrung nicht generell zu einer darstellungsunabhängigen Risikoeinschätzung der Teilnehmer führte.

Abbildung 17: Risikoeinschätzung der Teilnehmer mit der höchsten Ausbildung



Quelle: Eigene Berechnungen

Abbildung 18: Risikoeinschätzung der Teilnehmer mit der längsten Erfahrung

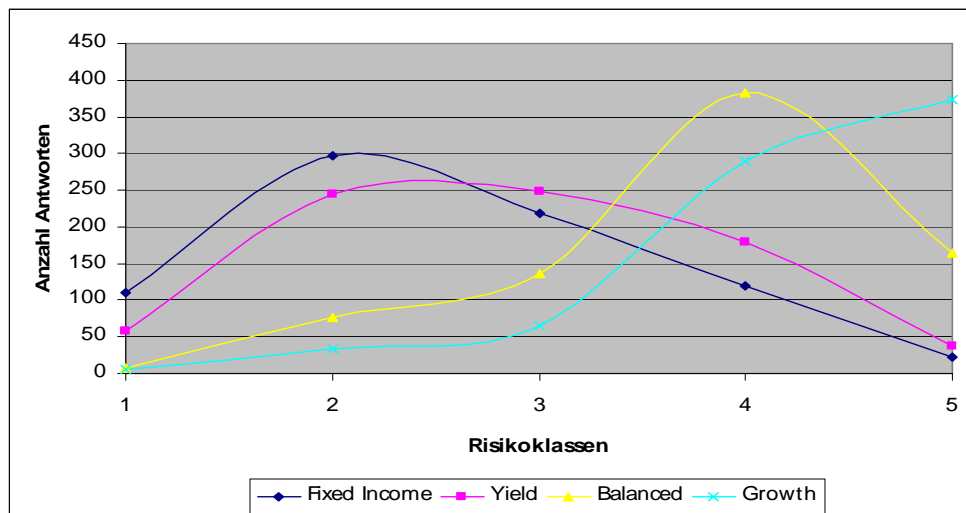


Quelle: Eigene Berechnungen

Bei der deskriptiven Auswertung der Unterschiede zwischen den Einschätzungen nach Geschlechtern, Erfahrung (untere 25% vs. obere 25%) und Ausbildung (Berufslehre oder Matura vs. Hoch- bzw. Fachhochschulabschluss oder Nachdiplomstudium) haben sich keine wesentlichen Unterschiede herausgestellt, weshalb auf eine Darstellung der Resultate verzichtet wird.

Es fällt auf, dass das Risiko der Strategien jeweils sehr unterschiedlich eingeschätzt wurde. Dies ist bei den Strategien Fixed Income und Yield deutlich ersichtlich, bei denen die Risikoeinschätzungen sehr breit über die Risikoklassen verteilt sind. Besonders ausgeprägt ist die unterschiedliche Risikoeinschätzung der Yield-Strategie. Dies geht ebenfalls aus Abbildung 19 hervor, in der gezeigt wird, wie sämtliche Antworten je nach Strategie auf die fünf verschiedenen Risikoklassen verteilt sind (ohne Unterteilung in Darstellungsarten). Die Balanced- und Growth-Strategien wurden mehrheitlich den Risikoklassen 4 und 5 zugeordnet.

Abbildung 19: Verteilung der Einschätzungen auf die Risikoklassen



Quelle: Eigene Berechnungen

Um die Frage zu klären, mit welcher Darstellungsart der Zusammenhang zwischen der subjektiven Risikowahrnehmung der Kundenberater und den Risikoklassen am höchsten ist, wurde mit der Statistik-Software "Stata" ein Rangkorrelationstest durchgeführt. Die Resultate dieser Analyse sind in folgender Tabelle ersichtlich:

Tabelle 2: Rangkorrelationskoeffizienten eingeschätztes Risiko/Risikoklassen

Risikodarstellungsart	Korrelation (Kendall's tau-b)	Signifikanz
Balkendiagramme	0.3660	p < 0.01
Kurscharts	0.5332	p < 0.01
Numerische Angaben	0.6159	p < 0.01

Quelle: Eigene Berechnungen (Stata-Auswertung)

Die höchste Korrelation zwischen dem eingeschätzten Risiko und den Risikoklassen lässt sich mit der Risikodarstellungsart "Numerische Angaben" feststellen. Dies bestätigt den optischen Eindruck aus Abbildung 16, dass durch numerische Angaben die Risikoeinschätzungen zu den Polen der Ratingskala tendieren. So wählten bei der Einschätzung der Growth-Strategie weit- aus die meisten Teilnehmer anhand der Zahlendarstellung die Risikoklasse 5, während bei der Fixed Income-Strategie ebenfalls die meisten Teilnehmer durch die Zahlendarstellung die Risikoklasse 1 wählten. Es lässt sich nicht feststellen, dass mit einer Darstellungsart das Risiko über alle Strategien hinweg höher oder tiefer eingestuft wird als mit den anderen Darstellungsarten.

Im Weiteren zeigt die Auswertung der Umfrageergebnisse, dass die Teilnehmer das Risiko tendenziell hoch einschätzten. Am häufigsten wurde Risikoklasse 4 gewählt, während Risikoklasse 1 weitaus am wenigsten oft gewählt wurde (siehe Abbildung 19). Dieses Resultat erstaunt nicht, denn einerseits hat dies sicherlich damit zu tun, dass die Equity-Strategie nicht abgebildet wurde, die der Risikoklasse 5 entspricht. Andererseits liegt die Vermutung nahe, dass im Zuge der Finanzkrise auch die Kundenberater die Risiken höher wahrnehmen. Die Kursentwicklung der Strategiefonds während der Finanzkrise gibt den Kundenberatern recht. Vergleicht man in Tabelle 3 die annualisierten Zweijahresvolatilitäten der UBS Strategiefonds vor der Finanzkrise per 29.06.2007 mit den entsprechenden Volatilitäten per 30.06.2009, lässt sich feststellen, dass sich die Volatilitäten je nach Strategie verdoppelt bis fast verdreifacht haben. Dies zeigt, wie "volatil" sich die Volatilität im Zeitverlauf verhält. Es liegt auf der Hand, dass diese Kennzahl das Risiko nur ungenügend beschreiben kann.

Tabelle 3: Volatilitätenvergleich

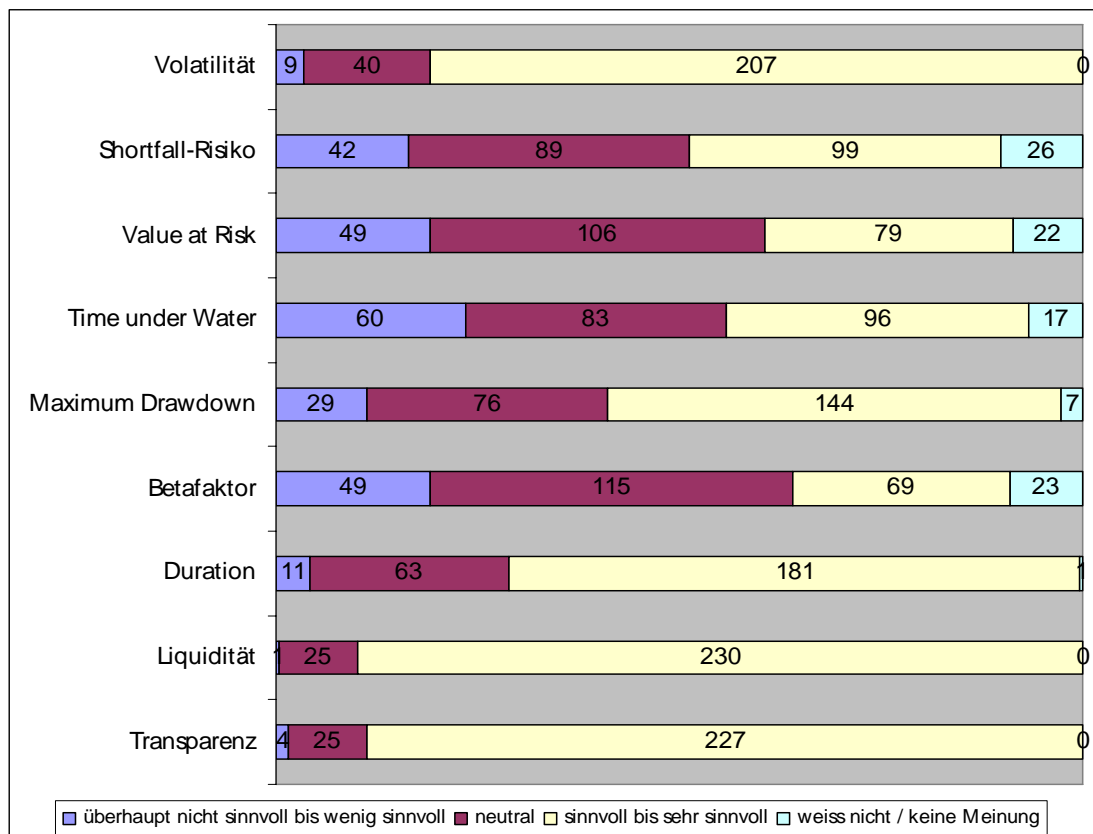
UBS-Strategiefonds	Annualisierte Volatilität 2 Jahre	
	per 29.06.2007	per 30.06.2009
Fixed Income	1.75%	4.27%
Yield	2.53%	7.44%
Balanced	4.39%	11.49%
Growth	6.45%	16.00%

Quelle: Eigene Aufbereitung in Anlehnung an UBS Global Asset Management 2007, S. 18ff.
sowie <http://fundgate.ubs.com>

5.4.4 Unterschiedliche Risikoparameter

Im Folgenden werden die Einschätzungen der Kundenberater betrachtet, wie sinnvoll ihnen die Verwendung der im Kapitel 2.2 beschriebenen Risikoparameter im Beratungsgespräch erscheint. Die Risikomasse sollen den Kundenberatern als Hilfsmittel dienen, ihren Kunden die Charakteristiken und Risikoeigenschaften einer Anlage aufzuzeigen. Dabei geht es darum, wichtige Erkenntnisse für die Umsetzungsempfehlungen in Kapitel 6 zu gewinnen. Abbildung 20 zeigt die Einschätzungen der Kundenberater:

Abbildung 20: Verwendung von Risikoparametern im Beratungsgespräch



Quelle: Eigene Berechnungen

Die Auswertung der Daten zeigt, dass die Kundenberater die Wichtigkeit der qualitativen Risikomerkmale "Liquidität" und "Transparenz" erkannt haben. Bei den quantitativen Risikomassen werden die klassischen Risikoparameter "Volatilität" und "Duration" bevorzugt, während der Betafaktor vielen Kundenberatern wohl zu technisch ist. Er wurde von den neun Risikoparametern am wenigsten mit "sinnvoll bis sehr sinnvoll" eingestuft. Etwas überraschend wurde das Risikomass "Maximum Time under Water" am ausgeprägtesten mit "überhaupt nicht sinnvoll bis wenig sinnvoll" eingestuft. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass einige Kundenberater die Vorteile dieses Risikomasses nicht kennen, denn immerhin 37.5% der befragten Teilnehmer erachteten die Verwendung des "Maximum TUW" im Beratungsge-

sprach als "sinnvoll bis sehr sinnvoll". Gezielte Ausbildungsmassnahmen und passende Informatiklösungen könnten die Kundenberater dabei unterstützen, ihren Kunden die unterschiedlichen Charakteristiken und Risikoeigenschaften verschiedener Anlagemöglichkeiten gezielt aufzuzeigen.

5.5 Zusammenfassung und Diskussion der wichtigsten Ergebnisse

5.5.1 Risikoeinschätzung verschiedener Anlageformen

Die Ergebnisse der Umfrage unter den Kundenberatern bestätigen die Hypothese, dass die Risikowahrnehmung der Finanzexperten weniger stark verzerrt ist als diejenige der Schweizer Aktionäre. Dies kann auf ihre höhere Finanzkompetenz – sprich Financial Literacy – zurückgeführt werden.

Die hohe Risikoeinschätzung der Hedge Funds lässt vermuten, dass die Kundenberater bei der Beurteilung dieser Anlageform nebst der Volatilität auch qualitative Risikomerkmale wie Liquidität und Transparenz berücksichtigen. Anhand der Hedge Funds wird auch gezeigt, dass Kundenberater, die in den letzten fünf Jahren selber in diese Anlageform investiert haben, Hedge Funds weniger riskant einschätzen als Kundenberater, die selber keine eigenen Erfahrungen gemacht haben.

Die Analyse der geschlechtsspezifischen Unterschiede zeigt, dass Kundenberaterinnen das Risiko von Aktien, Hedge Funds und Strukturierten Produkten durchwegs höher einschätzen als ihre männlichen Kollegen. Edelmetalle und Kunst/Antiquitäten stufen hingegen die Männer riskanter ein als die Frauen. Die verschiedenen Einschätzungen müssen nicht zwingend auf geschlechtsspezifischen Unterschieden in der Risikowahrnehmung beruhen, sondern könnten auch auf andere Faktoren wie Alter, Ausbildung, Erfahrung und berufliche Stellung zurückzuführen sein.

Wie in Kapitel 4.1.5 aufgezeigt, beeinflusst das Umfeld an den Finanzmärkten die Risikowahrnehmung massgeblich. Die Schweizer Aktionäre wurden im Zeitraum Mai/Juni 2008 um ihre Risikoeinschätzung gebeten, während die Kundenberater in dieser Umfrage im Zeitraum Juni/Juli 2009 befragt wurden. Dazwischen liegen heftige Turbulenzen an den Finanzmärkten, die unter anderem zum Kollaps von Lehman Brothers führten, was die Risikowahrnehmung sicherlich beeinflusst hat. Allerdings kann festgehalten werden, dass wir uns bereits im Sommer 2008 mitten in der Finanzkrise befanden und die Aktienmärkte bereits heftig korrigiert hatten, während sich die Aktienmärkte im Juni/Juli 2009 von ihren Tiefstwerten gelöst und sich bereits wieder kräftig erholt hatten.

5.5.2 Unterschiedliche Risikodarstellungsarten

Die Umfrageergebnisse führen zu einer Ablehnung der Hypothese, dass unterschiedliche Darstellungsarten die Risikowahrnehmung der Finanzexperten nicht beeinflussen. Die Analyse zeigt, dass die tatsächliche Verteilung der Risikoeinschätzungen aufgrund der Darstellungsarten hochsignifikant von der erwarteten homogenen Verteilung abweicht und sich somit auch Finanzexperten vom Framing einer Anlageoption beeinflussen lassen. Dies gilt mehrheitlich auch für Kundenberater mit erstklassiger Ausbildung und langjähriger Erfahrung.

Mit einer deskriptiven Auswertung lassen sich keine wesentlichen Verteilungsmuster erkennen, welche den Faktoren Geschlecht, Erfahrung und Ausbildung zugeordnet werden können. Auch lässt sich nicht feststellen, dass mit einer Darstellungsart das Risiko über alle Strategien hinweg durchwegs höher oder tiefer eingestuft wird als mit den anderen Darstellungsarten. Allerdings zeigt sich, dass mittels numerischen Angaben die Risikoeinschätzungen zu den Polen der Ratingskala tendieren. Die höchste Korrelation zwischen dem eingeschätzten Risiko und den Risikoklassen lässt sich denn auch mit der Risikodarstellungsart "Numerische Angaben" feststellen. Eine Erklärung hierzu könnte sein, dass in dieser Darstellungsart die meisten Informationen "verpackt" waren. Dies deckt sich mit der Annahme, dass das Anlagerisiko einer Investition präziser wahrgenommen wird, wenn durch Informationen Wissen über deren Eigenschaften vermittelt wird (siehe Kapitel 4.3).

Die Teilnehmer schätzten die Risiken der abgebildeten Strategien tendenziell hoch ein. Da liegt die Vermutung nahe, dass im Zuge der Verwerfungen an den Finanzmärkten auch die Kundenberater die Risiken höher wahrnehmen. Ein Vergleich der Volatilitäten der UBS Strategiefonds per 29.06.2007 mit denjenigen per 30.06.2009 bringt eindrücklich zum Vorschein, wie stark sich Risikomasse im Zeitverlauf ändern können.

Die Umfrageergebnisse zeigen sehr deutlich, dass die Risikowahrnehmung etwas hoch Subjektives ist. Um Unterschiede in der Risikowahrnehmung durch Framing-Effekte zu minimieren empfiehlt es sich, verschiedene Risikodarstellungsvarianten miteinander zu kombinieren, wie dies bspw. in den Factsheets der UBS-Strategiefonds praktiziert wird (siehe Anhang Kapitel 7.2.2).

5.5.3 Unterschiedliche Risikoparameter

Die Ergebnisse der Umfrage unter den Kundenberatern zeigen die Wichtigkeit der qualitativen Risikomerkmale "Liquidität" und "Transparenz". Dieses Resultat erstaunt nicht, denn im Zuge der Finanzkrise sind diese qualitativen Risikoparameter verstärkt ins Bewusstsein der Marktteilnehmer gerückt. Mancher Anleger, der in alternative Anlagen investiert war, musste

schmerzhaft erfahren, dass plötzlich keine Liquidität mehr vorhanden war und er seine Papiere nicht mehr verkaufen konnte. Anleger meiden spätestens seit dem Madoff-Betrugsskandal intransparente Anlagevehikel wie der Teufel das Weihwasser. Gefragt sind wieder einfache, transparente Anlageformen, die der Kunde auch wirklich versteht.

Im Weiteren zeigt die Auswertung, dass etwas unbekanntere Risikomasse wie "Maximum Time under Water" und "Maximum Drawdown" sehr unterschiedlich eingestuft werden. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass einige Kundenberater die Vorteile dieser Risikomasse nicht kennen. Gezielte Ausbildungsmassnahmen und passende Informatiklösungen könnten die Kundenberater dabei unterstützen, im Beratungsgespräch das Anlagerisiko mit Hilfe dieser Risikomasse zu visualisieren. In Kapitel 6.2.2 wird aufgezeigt, wie "Maximum TUW" und "Maximum Drawdown" visualisiert werden können.

5.5.4 Mögliche Erweiterungen der Untersuchung

Eine sinnvolle Erweiterung der Untersuchung wäre, im ersten Teil der Umfrage (Kapitel 5.3.1 Risikoeinschätzung verschiedener Anlageformen) zusätzlich zu analysieren, ob Faktoren wie Erfahrung, Ausbildung, Alter und berufliche Stellung die Risikoeinschätzungen stärken beeinflussen als das Geschlecht.

Zusätzlich könnte in einer weiterführenden Analyse untersucht werden, ob die gemachte eigene Erfahrung auch bei anderen Anlageformen als den Hedge Funds dazu führt, dass das Risiko der entsprechenden Anlageform weniger hoch eingeschätzt wird.

Im zweiten Teil der Untersuchung (Kapitel 5.3.2 Unterschiedliche Risikodarstellungsarten) könnte in einer vertieften statistischen Analyse geprüft werden, ob gewisse Verhaltensmuster in der Risikowahrnehmung erkennbar sind, welche den Faktoren Geschlecht, Alter, Erfahrung, Ausbildung und berufliche Stellung zugeordnet werden können.

Eine mögliche Erweiterung des zweiten Teils der Untersuchung wäre, dieselbe Befragung bei finanziell unerfahrenen Personen durchzuführen. Durch den Vergleich zwischen Finanzexperten und Laien könnten evtl. vertiefte Rückschlüsse auf den Einfluss der Financial Literacy auf die Risikowahrnehmung gezogen werden.

Schliesslich könnte im dritten Teil der Untersuchung (Kapitel 5.3.3 Unterschiedliche Risikoparameter) zusätzlich geprüft werden, ob unterschiedliche Einschätzungen der Risikoparameter je nach Geschlecht, Alter, Erfahrung, Ausbildung und berufliche Stellung erkennbar sind. Insbesondere wäre es interessant zu analysieren, ob Kundenberater, die im Retailbanking

Kleinanleger betreuen, die Risikomasse anders beurteilen als Private Banker. Die Analyse könnte Rückschlüsse auf einen möglichen Ausbildungsbedarf geben.

Im folgenden Schlusskapitel dieser Arbeit werden Umsetzungsempfehlungen erarbeitet, die zum Ziel haben, für die Beratungspraxis Optimierungsmöglichkeiten im Umgang mit der Risikowahrnehmung aufzuzeigen.

6. Schlussfolgerungen und Umsetzungsempfehlungen

6.1 Probleme mit der Risikowahrnehmung in der Beratungspraxis

Sämtliche Finanzinstitute und Vermögensverwalter werben mit einer anlegergerechten Beratung, in deren Zentrum der Kunde mit seinen Zielen und Bedürfnissen steht, um die Gunst der Kunden. Die Umsetzung dieses Versprechens in der Beratungspraxis erweist sich aber als schwierig. In der Regel wird zwar (zumindest zu Beginn einer Kundenbeziehung) vom Kunden ein Risikoprofil erstellt, indem seine Risikofähigkeit und Risikoneigung bestimmt werden. Dieses Risikoprofil dient dann als Basis für einen passenden Anlagevorschlag. Meistens wird diese Befragung mit Hilfe eines Fragebogens schriftlich durchgeführt, nicht zuletzt zur rechtlichen Absicherung des Finanzinstituts. Im EU-Raum wurden per 01.11.2007 mit der Einführung der EU-Richtlinie "Markets in Financial Instruments Directive" (kurz: MiFID) die Anforderungen an die Beratungs- und Informationsleistungen der Finanzinstitute ausgeweitet und präzisiert. Neu gibt es in der MiFID klare Kriterien, die weit über die bis anhin praktizierten Risikoeinstufungen hinausgehen.¹³⁴

Die Bestimmung der Risikofähigkeit bereitet keine allzu grossen Schwierigkeiten, da es sich dabei um objektive, quantifizierbare Fakten handelt. Doch mit der Bestimmung der Risikoneigung beginnen die Schwierigkeiten, denn hier kommt die subjektive Risikowahrnehmung ins Spiel. Es kann davon ausgegangen werden, dass die Risikoneigung bzw. -Einstellung nicht unabhängig von der Risikowahrnehmung erfasst werden kann (siehe Kapitel 3.4). Weber, Blais und Betz (2002) sprechen denn auch von der Einstellung zum subjektiv wahrgenommenen Risiko.¹³⁵ Problematisch ist nun aber, dass dieses subjektiv wahrgenommene Risiko ausgeprägt kontextabhängig, von psychologischen Phänomenen beeinflusst und im Zeitverlauf stark schwankend ist. Somit muss damit gerechnet werden, dass es bei der Risikoprofilerstellung mittels konventioneller Fragebögen zu zeitlich variierenden Resultaten kommt, wenn psychologische Effekte nicht mitberücksichtigt werden. Bspw. steigt bei steigenden Kursen die Risikobereitschaft der Investoren (die Risiken werden als gering wahrgenommen), während in Phasen wie der Finanzkrise die Risikobereitschaft rapide sinkt. Wird diesem prozyklischen Verhalten der Anleger nicht Rechnung getragen, kann dieselbe Fragestellung im Zeitverlauf zu einem anderen Resultat führen. Erschwerend kommt hinzu, dass auch die Art, wie eine Frage gestellt wird, (unbeabsichtigt) zu unterschiedlichen Antworten führen kann (siehe Kapitel 4.1.1).

¹³⁴ vgl. Wahren 2008, S. 115f.

¹³⁵ vgl. Weber et al. 2002, S. 263

In einer Untersuchung von Yook und Everett (2003) wurden sechs verschiedene Fragebögen von grossen US-Finanzinstituten bei MBA-Studenten zur Bestimmung des Risikoprofils angewendet. Die durchschnittliche Ähnlichkeit der Resultate betrug nur gerade 56%.¹³⁶ Dies zeigt eindrücklich, wie problematisch die Festlegung der individuellen Risikobereitschaft ist.

Anlageberater und Kunde sprechen erst vom Gleichen, wenn der Berater versteht, wie sein Kunde Risiken wahrnimmt und wie er mit ihnen umgeht. Zwischen dem objektiven, messbaren Risiko einer Anlage und dem vom Anleger subjektiv wahrgenommenen Risiko besteht ein Spannungsverhältnis, das die Kommunikation von Risiken massgeblich beeinflusst. Zudem wird diese Risikokommunikation wesentlich durch eine asymmetrische Informationslage zwischen dem Anlageberater und dem Kunden geprägt. Eine möglichst umfassende Information seitens des Kundenberaters über die Charakteristiken und Risikoeigenschaften einer Kapitalanlage hilft dabei, die Ungleichgewichte zu reduzieren.¹³⁷ Die Befunde der vorliegenden Arbeit zeigen zudem, dass die Art, wie Risiko dargestellt wird, einen signifikanten Einfluss auf die Risikowahrnehmung hat (siehe Kapitel 5.4.3).

Die Probleme im Umgang mit der Risikowahrnehmung in der Beratungspraxis lassen sich in zwei Hauptpunkten zusammenfassen: Auf der einen Seite besteht die grosse Schwierigkeit, die Einstellung des Kunden zu seinem subjektiv wahrgenommenen Risiko zu bestimmen. Dabei darf der Kundenberater nicht aufgrund rasch verfügbarer Kundeninformationen oder vorgefasster Meinungen eine vorschnelle Risikokategorisierung vornehmen. Auf der anderen Seite besteht das Problem darin, dem Kunden das Risiko einer Anlage in der Sprache des Kunden so zu vermitteln, dass er es auch versteht. Insbesondere ist darauf zu achten, dass der Kunde bei der Vermittlung von Risiken nicht voreilige Schlüsse zieht. Gefragt ist folglich sowohl eine *anlegergerechte* als auch eine *anlagegerechte* Beratung.¹³⁸ Dabei spielt der Umgang mit der subjektiven Risikowahrnehmung eine wichtige Rolle, muss aber zwingend in einem übergeordneten Kontext einer umfassenden Kundenberatung betrachtet werden. Wie diese optimiert werden kann, wird im folgenden Kapitel dargestellt.

¹³⁶ vgl. Yook und Everett 2003, S. 54

¹³⁷ vgl. Schriber 2002, S. 236

¹³⁸ vgl. Jungermann und Belting 2004, S. 245

6.2 Umsetzungsempfehlungen für die Beratungspraxis

6.2.1 Einbezug der Risikowahrnehmung ins Risk Profiling

Die Ermittlung des Kundenrisikoprofils, das sog. Risk Profiling, gilt als elementarer Bestandteil der Anlageberatung. Je besser der Kundenberater versteht, was für Ziele und Bedürfnisse der Kunde hat, wie er "tickt" und was ihm wichtig ist, desto individueller und zielführender kann er ihn beraten. Eine Standortbestimmung hilft dabei, die **Risikofähigkeit** des Kunden zu ermitteln. Sie beinhaltet eine finanzielle Auslegeordnung der Vermögenswerte und Verpflichtungen in der persönlichen Vermögensbilanz des Kunden sowie eine Aufstellung der laufenden und erwarteten Ausgaben und Einnahmen in der persönlichen Erfolgsrechnung des Kunden.

Einen elementaren Bestandteil des Risk Profilings sollte die Diagnose der **Financial Literacy** des Kunden einnehmen. Dabei müssen Informationen über sein Finanzwissen und seine Erfahrung, aber auch zu seiner Einstellung und seinen Interessen eingeholt werden. Die Befunde der empirischen Untersuchung in der vorliegenden Arbeit konnten die Annahme bestätigen, dass durch eine höhere Financial Literacy das Anlagerisiko realistischer eingeschätzt wird (siehe Kapitel 5.4.2). Die Ausbildung des Kunden in Financial Literacy stellt – besonders wenn nur Basiswissen und geringe Finanzerfahrung vorhanden sind – eine lohnenswerte Investition dar. Das übergeordnete Ziel dabei ist, dass der Kunde eine realistische Erwartungshaltung seiner Investition gegenüber erreicht und die Anlagerisiken konsistenter einschätzt. Dem Kunden sollten zwingend die wichtigsten Zusammenhänge, wie z.B. zwischen Risiko und Ertrag, aufgezeigt werden. Zusätzlich sollte der Kunde auf die psychologischen Fallstricke in der Vermögensanlage aufmerksam gemacht werden (bspw. Overconfidence Bias und Familiarity Bias), indem ihm die typischen Fehler vor Augen geführt werden (siehe Kapitel 4.1). An dieser Stelle sei nochmals darauf hingewiesen, dass viele psychologische Phänomene seitens des Anlegers selbstverständlich auch auf den Kundenberater zutreffen können.

Im Weiteren sollte im Risk Profiling die **Risikoneigung** des Kunden erfasst werden. Hilfreich sind hier Fragen, bei denen der Kunde aus verschiedenen Gewinn/Verlust-Varianten eine von ihm präferierte Alternative auswählen kann. Bedeutsam ist dabei einerseits die Bewertung des Trade-Offs zwischen der Rendite und dem Risiko. Andererseits kommt der Bestimmung der maximalen Verlusttoleranz eine hohe Bedeutung zu. In diesem Zusammenhang sollte genauer auf das Verhalten in Verlustphasen eingegangen werden. Das Ziel ist herauszufinden, wie der Kunde mit grösseren Vermögensminderungen umgehen kann.¹³⁹ Damit wird der asymmetrischen Risikowahrnehmung vieler Kunden Rechnung getragen, die Abweichungen vom erwar-

¹³⁹ vgl. Wahren 2008, S. 119

teten Ertrag einer Anlage nur im positiven Sinne akzeptieren, jedoch Angst vor Verlusten haben. Fragen zur Risikoneigung sollten möglichst anlagespezifisch und realitätsnah gestaltet werden. Eine Ergründung des Risikoverhaltens in einem anderen Bereich (z.B. Freizeitgestaltung oder Gesundheit) bringt dabei nichts, da das Risikoverhalten äusserst kontextspezifisch ist. Ein Basejumper kann z. B. bei Anlageentscheidungen äusserst risikoscheu sein (siehe Kapitel 3.4).

Schliesslich sollte im Risk Profiling zwingend mit Fragen zur **Risikowahrnehmung** überprüft werden, ob die Risikoneigung und die Risikofähigkeit aufeinander abgestimmt sind. Damit kann beurteilt werden, ob der Kunde die Risiken, die er eingehen möchte (oder bereits eingegangen ist), realistisch einschätzt. Die Risikowahrnehmung ist in diesem Sinne ein wesentlicher Teil der Selbsteinschätzung des Kunden für die Festlegung seiner Anlagestrategie. Denn wenn der Kunde die Risiken in Bezug auf seine Risikofähigkeit falsch einschätzt, besteht die Gefahr, dass er zu einem ungünstigen Zeitpunkt seine Strategie wechseln muss.¹⁴⁰

Mittlerweile gibt es verschiedene EDV-basierte Fragebögen auf dem Markt, die der psychologischen Komponente im Risk Profiling Rechnung tragen.¹⁴¹ Ein weiterer vielversprechender Ansatz ist, ein möglichst umfassendes Persönlichkeitsbild des Investors zu erstellen.¹⁴²

Zusammenfassend zeigt untenstehende Tabelle die wichtigsten Elemente Risk Profilings:

Tabelle 4: Wichtigste Elemente des Risk Profilings

Ermittlung der Risikofähigkeit (wie viel Risiko kann ein Investor eingehen?)
Einbezug der Financial Literacy (Sensibilisierung auf psychologische Fallstricke)
Ermittlung der Risikoneigung (Trade Offs, Verlusttoleranz, Verhalten in Verlustphasen)
Einbezug der Risikowahrnehmung (schätzt der Kunde die Risiken richtig ein?)

Quelle: Eigene Aufbereitung

Von grosser Wichtigkeit ist eine saubere Dokumentierung des Risk Profilings, damit der Kunde auch später den Entscheidungsprozess nachvollziehen kann. Dazu kann ein Investment Policy Statement (IPS) ein wertvolles Hilfsmittel sein. Das Dokument beschreibt die allgemeinen finanziellen Verhältnisse des Anlegers und quantifiziert die Ziele, die Renditevorstellungen sowie die Risikotoleranz. Bei Verwaltungsmandaten enthält das IPS zusätzlich Anla-

¹⁴⁰ vgl. Bank Leu 2003, S. 3

¹⁴¹ bspw. das BhFS Profiling Tool, vgl. weiterführend dazu Hens und Bachmann 2008, S. 120ff

¹⁴² bspw. der Geldpersönlichkeitstest von Investor's Dialogue, siehe <http://www.geldpersoenlichkeit.ch>

gebeschränkungen und das Verfahren zur Überwachung und Überprüfung des Portfolios.¹⁴³ Am besten wird es zusammen mit einem umfassenden Finanzplan verwendet. Dies ergibt ein Gesamtvermögenskonzept, das neben dem Geld- und Wertschriftenvermögen auch das Immobilien- und Vorsorgevermögen sowie das Humankapital beinhaltet und die entsprechenden Risiken miteinbezieht.

Mit der Erstellung und Dokumentierung des Kundenrisikoprofils ist es natürlich noch nicht getan, denn es muss nun die passende Asset Allocation entwickelt werden. Gerade hier zeigt sich, wie wichtig es ist, dass der Kundenberater der subjektiven Risikowahrnehmung und den psychologischen Verhaltensweisen des Kunden Rechnung trägt. Ein finanztheoretisch perfekt optimiertes Portfolio nützt nichts, wenn sich der Kunde nicht mit den Anlagen identifizieren kann. Es gilt, das Wohlbefinden des Kunden zu optimieren, indem seine potenzielle künftige Reue minimiert wird. Reue kann einerseits eintreten, wenn sich hohe Verluste anhäufen und dem Anleger schlaflose Nächte bereiten, andererseits aber auch, wenn die Aktienmärkte "explodieren" und man nicht in Aktien investiert ist. Optimal gestaltet ist ein Portfolio, wenn sich der Kunde damit wohl fühlt, sodass er auch in schwierigen Börsenzeiten seiner Strategie treu bleibt und damit das Erreichen seiner langfristigen finanziellen Ziele nicht gefährdet.¹⁴⁴

Besonders wenn der Kunde verschiedene Anlageziele hat, empfiehlt es sich, die Anlagen nach diesen Zielen zu strukturieren (Goal-based-Investing). Hierzu werden mehrere Teilportfolios gebildet, die ein klar definiertes Anlageziel verfolgen. Dieses Vorgehen trägt der Tendenz zur Bildung von mentalen Konten Rechnung (Mental Accounting).¹⁴⁵ Als erfolgreiches Praxisbeispiel sei das "Topfkonzept" erwähnt, das sich besonders in der Nachpensionierungsphase bewährt hat und in Abbildung 21 schematisch dargestellt wird. Zur Deckung der Ausgabenüberschüsse wird ein Kapitalverzehrportfolio (Konsumtopf) gebildet. Hier wird ausschliesslich in sichere und liquide Anlagen investiert. Parallel dazu wird ein Anlageportfolio (Spartopf) mit langfristigem Anlagehorizont gebildet, in dem wachstumsorientiert investiert werden kann. Ergänzend kann noch ein Reservetopf mit Liquidität für Unvorhergesehenes gebildet werden.

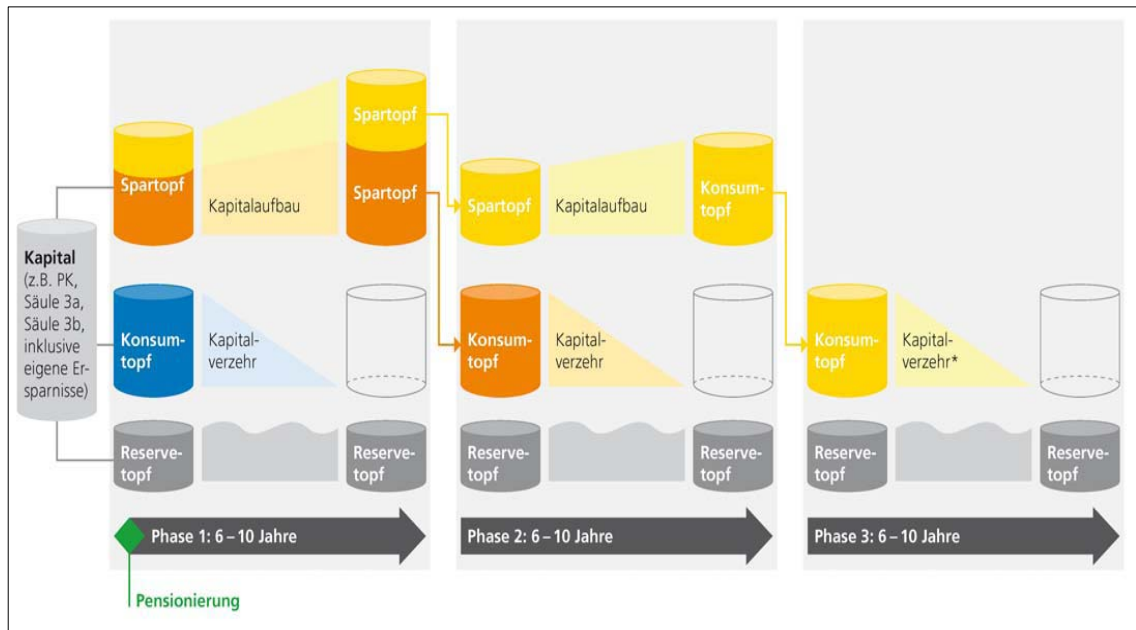
Mit dem Topfkonzept kann eine umfassende Vorsorgelösung mit einer individuellen Kombination aus Konsum-, Spar- und Reservetopf erarbeitet werden. Dabei muss der Spartopf auf die individuelle Risikowahrnehmung und Risikoneigung des Kunden abgestimmt sein. Diese Lösung erhöht die Bindung des Kunden an die gewählte Strategie, was vor allem in schwierigen Marktphasen sehr wichtig ist.

¹⁴³ vgl. UBS Wealth Management Research 2009a, S. 1

¹⁴⁴ vgl. Pompian 2006, S. IX

¹⁴⁵ vgl. weiterführend dazu Shefrin und Statman 2000, S. 127ff

Abbildung 21: Topfkonzept



Quelle: UBS AG (2008), S. 1

6.2.2 Einbezug der Risikowahrnehmung in die Risikokommunikation

Nachfolgend soll die Risikowahrnehmung im engeren Sinne betrachtet werden. Es werden Vorschläge gezeigt, wie die Risikowahrnehmung in die Risikokommunikation zwischen Anlageberater und Kunde einbezogen werden kann.

Für viele Menschen ist Risiko etwas, das sich nur schwer beschreiben oder absehen lässt. Besonders nach einem traumatischen Anlageverlust, wie z.B. in der Finanzkrise, ist es wichtig zu wissen, dass der Verlust nicht der einzige relevante Risikoparameter ist. Das Risiko, nach einem Markteinbruch in der Erholungsphase nicht dabei zu sein, kann das Erreichen der langfristigen Anlageziele genauso gefährden.¹⁴⁶ Doch wie können die Charakteristiken und Risikoeigenschaften einer Anlage vermittelt werden, damit der Anleger das Risiko auch möglichst realistisch wahrnimmt?

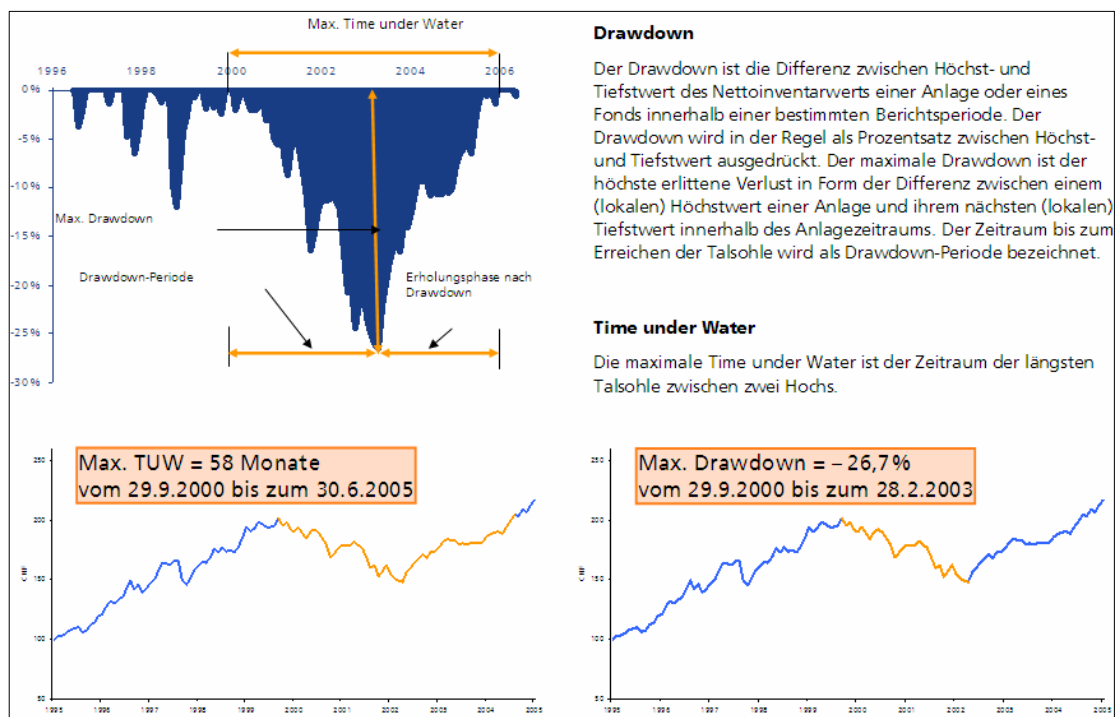
Die empirischen Untersuchungen der vorliegenden Arbeit haben ergeben, dass die Darstellungsart einer Anlageoption die Risikowahrnehmung beeinflusst (siehe Kapitel 5.4.3). Um Framing-Effekte zu minimieren, ist eine Kombination verschiedener Darstellungsarten und Risikoparameter sehr empfehlenswert. In den Factsheets zu den UBS-Strategiefonds werden bspw. Kurscharts, Balkendiagramme und numerische Angaben miteinander kombiniert (siehe Anhang Kapitel 7.2.2). Besonders unerfahrenen Anlegern gegenüber sollte keinesfalls mit

¹⁴⁶ vgl. UBS Wealth Management Research 2009b, S. 12

abstrakten Risikomassen, denen womöglich eine Normalverteilung der Renditeschwankungen unterstellt ist, argumentiert werden. Wie stark sich bspw. Volatilitäten im Zeitverlauf ändern können, wird in Kapitel 5.4.3 beschrieben. Vielmehr muss in der Sprache des Kunden und möglichst konkret und illustrativ über Kursschwankungen und Verlustrisiken informiert werden. Unter einem abstrakten Prozentsatz kann sich der Kunde oft nicht das gleiche vorstellen wie unter einem absoluten Geldbetrag der möglichen Schwankungen und Verluste.

Eine Visualisierung des Risikos erhöht das Verständnis und trägt zu einer exakteren Risikowahrnehmung massgeblich bei. Informatiklösungen können eine wichtige Hilfe sein, historische Portfolioschwankungen aufzuzeigen oder auch mögliche Zukunftsszenarien abzubilden. Besonders die Darstellung des Portfolioverhaltens in vergangenen Krisenzeiten (Stress-Szenarien) sensibilisiert die Risikowahrnehmung des Kunden. Dabei können die Risikomasse "Maximum Time unter Water" und "Maximum Drawdown" zur Illustration beigezogen werden. Gezielte Ausbildungsmassnahmen könnten Kundenberatern diese Risikomasse näher bringen, denn die Auswertung der Umfrage in der vorliegenden Arbeit hat ergeben, dass hier ein gewisses Optimierungspotenzial besteht (siehe Kapitel 5.4.4). In Abbildung 22 wird eine mögliche Visualisierung dieser Risikomasse dargestellt.

Abbildung 22: Risikomasse "Maximum TUV" und "Maximum Drawdown"



Quelle: UBS Wealth Management (2009), S. 17

Mit der blossen Darstellung verschiedener Risikokennzahlen ist es noch nicht getan. Vielmehr muss der Kunde über alle massgeblichen Risikoaspekte einer Investition umfassend informiert werden. Die Wichtigkeit der qualitativen Risikomasse "Liquidität" und "Transparenz" wurde in der Auswertung der Umfrageergebnisse deutlich ersichtlich (siehe Kapitel 5.4.4). Erstens muss die Handelbarkeit einer Anlage sichergestellt sein. Zweitens will der Kunde die Entwicklung seiner Investition jederzeit verfolgen und vor allem auch nachvollziehen können.

Ein regelmässiges Prüfen, ob tatsächlich die Sprache des Kunden gesprochen wird und dieser auch versteht, was der Kundenberater sagt, ist durch das Einholen von Kundenfeedback unerlässlich, insbesondere wenn es sich um einen "financial illiterate"-Kunden handelt.

6.3 Fazit

Die vorliegende Arbeit hat aufgezeigt, dass die Wahrnehmung von Anlagerisiken äusserst subjektiv ist. Dies hat grosse Implikationen für die Beratungspraxis. Dem Kundenberater muss bewusst sein, dass der Kunde unter Risiko evtl. etwas ganz anderes versteht als er selbst. Anlageberater und Kunde sprechen erst vom gleichen, wenn der Berater versteht, wie sein Kunde Risiken wahrnimmt und wie er mit ihnen umgeht.

Keinesfalls dürfen Anlageempfehlungen auf vorgefassten Meinungen und Stereotypen basieren, sondern auf den tatsächlichen Wünschen und Bedürfnissen der Kunden. Der Kunde muss sich angenommen und verstanden fühlen. Nach den Vorkommnissen im Zuge der Finanzkrise ist das Kundenvertrauen erschüttert und muss erst wieder aufgebaut werden. Finanzinstitute dürfen nicht vergessen, dass Vertrauen ihr wichtigstes Kapital ist. In diesem Zusammenhang wäre eine Überdenkung der Vergütungsstruktur angebracht, denn mit einer an Verkaufserfolgen orientierten Vergütungsstruktur ist es für den Berater schwierig, gleichzeitig die Kunden- und seine eigenen Interessen zu wahren. Eine Finanzberatung auf Honorarbasis wäre eine mögliche Lösung, um diese Interessenskonflikte zu eliminieren.

In absehbarer Zeit wird sich die Vergütungsstruktur wohl nicht ändern. Der Aufbau von Vertrauen kann trotzdem gelingen, wenn der Berater verstärkt die Kundenperspektive einnimmt, sodass sich der Kunde angenommen und verstanden fühlt. Es geht darum, dem Kunden gegenüber Transparenz zu schaffen. Auf die Risikoaufklärung bezogen bedeutet dies, dass der Kunde nicht mit Informationen überflutet werden sollte, sondern zielgerichteter informiert werden muss. Damit erhöht sich die Chance, dass er die Informationen auch tatsächlich versteht und berücksichtigt. Wenn der Kunde das Gefühl hat, die Charakteristiken einer Anlage verstanden zu haben, ist er auch eher zu einer Investition bereit.

Der Kundenberater sollte Zeit in die Ausbildung des Kunden in Financial Literacy investieren, besonders wenn dieser nur über Basiswissen und geringe Finanzerfahrung verfügt. Dies führt zu einer realistischeren Erwartungshaltung des Kunden gegenüber seinen Anlagen und zu einer konsistenteren Risikowahrnehmung. Insbesondere geht es darum, den Kunden zu sensibilisieren und ihn auf die psychologischen Anlegerfallen in der Vermögensanlage aufmerksam zu machen, indem ihm die typischen Fehler vor Augen geführt werden.

In diesem Sinne seien Kahneman und Riepe (1998) wie folgt zitiert: "To advise effectively, advisors must be guided by an accurate picture of the cognitive and emotional weaknesses of investors that relate to making investment decisions: their occasionally faulty assessment of their own interests and true wishes, the relevant facts that they tend to ignore, and the limits of their ability to accept advice and to live with the decisions they make."¹⁴⁷

Um diesen hohen Anforderungen gerecht zu werden, müssen die Kundenberater ihr Wissen über Behavioral Finance-Effekte und den Umgang mit der subjektiven Risikowahrnehmung ihrer Kunden verbessern. Dazu wären gezielte Schulungsmassnahmen sehr empfehlenswert.

In Behavioral Finance ausgebildete Kundenberater können ihrerseits den Anlageerfolg und somit die langfristige Zufriedenheit ihrer Kunden durch deren Ausbildung in Financial Literacy fördern, was sich positiv auf eine langfristige Kundenbindung auswirkt. Zusammen mit einer verstärkten Transparenz und durch eine wirklich anlegergerechte Beratung und Risikoaufklärung können sowohl die Kunden als auch die Finanzinstitute langfristig nur gewinnen.

¹⁴⁷ Kahneman und Riepe 1998, S. 52

7. Anhang

7.1 Literatur- und Quellenverzeichnis

Axa Investment Managers (2009): Medienmitteilung vom 16. Juni 2009, Studie von AXA Investment Managers zeigt: Schweizer sind beim Thema Fonds verunsichert, <http://www.axa-im.ch/index.cfm?pagepath=press/newsID=01A2A752-A15A-EDEA-4863AF28BEC384F3>, Stand 2009, letzter Zugriff 14.07.2009

Bank Leu (2003): Chancen und Risiken in den Finanzmärkten: Eine Analyse seit 1950, Zürich, April 2003

Barber Brad M. und Odean Terrance (2001): Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, The Quarterly Journal of Economics, S. 261-292

Barberis Nicholas und Huang Ming (2005): The Loss Aversion / Narrow Framing Approach to the Equity Premium Puzzle, Working Paper, Yale University und Cornell University

Barberis Nicholas und Thaler Richard (2003): A Survey of Behavioral Finance, in: Constantinides George, Harris Milt und Stulz René (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, Elsevier Science B.V., S. 1052-1090

Benartzi Shlomo und Thaler Richard H. (1993): Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, Working Paper No. 4369, National Bureau of Economic Research, Cambridge

Brachinger Hans Wolfgang, Weber Martin (1997): Risk as a primitive – a survey of measures of perceived risk, Operations Research-Spektrum, Band 19, Heft 4, Universität Fribourg, S. 235-251

Byrnes James P., Miller David C. und Schafer William D. (1999): Gender differences in risk taking: A meta-analysis, Psychological Bulletin, Vol. 125(3), S. 367-383

Cocca Teodoro D., von Siebenthal Pablo und Volkart Rudolf (2008): Aktienbesitz in der Schweiz, Universität Zürich, <http://www.isb.uzh.ch/publikationen/equity.php>, Stand 2009, letzter Zugriff 14.07.2009

- De Bondt Werner F. M. und Thaler Richard H. (1994): Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective, Working Paper No. 4777, National Bureau of Economic Research, Cambridge
- Fehr-Duda Helga, De Gennaro Manuele und Schubert Renate (2006): Gender, Financial Risk and Probability Weights, Theory and Decision No. 60, S. 283-313
- French Kenneth R. und Poterba James M. (1991): Investor Diversification and International Equity Markets, The American Economic Review, Vol. 81, No. 2, S. 222-226
- Fuchs Andreas (2003): Unterschätzte Risiken, Stocks, Ausgabe Nr. 29/30, 18. – 30. Juli 2003, S. 50-52
- Gervais Simon und Odean Terrance (2001): Learning to be Overconfident, Review of Financial Studies, Vol. 14, S. 1-27
- Glaser Markus, Langer Thomas und Weber Martin (2005): Overconfidence of Professionals and Laymen: Individual Differences within and between Tasks?, Working Paper, Universität Mannheim
- Götte Rüdiger (2006): Finanzgenie oder Bankrotteur, wie psychische Effekte an der Börse wirken, Ibidem-Verlag, Stuttgart
- Goldberg Joachim und von Nitzsch Rüdiger (2004): Behavioral Finance, 4. Auflage, Finanzbuch Verlag, München
- Graber Marion und Schubert Renate (1997): Risiko aus ökonomischer Perspektive: Einführende Überlegungen für Nicht-Ökonomen, Working Paper 97/12, Institut für Wirtschaftsforschung, ETH Zürich
- Grable John E. und Lytton Ruth H. (1999): Assessing Financial Risk Tolerance: Do Demographic, Socioeconomic, and Attitudinal Factors Work?, Journal of the FRHD/FERM Divisions of AAFCS, 3, S. 1-9
- Gügi Patrick (2002): Value at Risk, <http://www.drpgc.ch/>, Stand 2009, letzter Zugriff 04.06.2009

Gysler Matthias, Brown Kruse Jamie und Schubert Renate (2002): Ambiguity and Gender Differences in Financial Decision Making: An Experimental Examination of Competence and Confidence Effects, Working Paper, Swiss Federal Institute of Technology, Zürich

Harris Christine R. und Jenkins Michael (2006): Gender Differences in Risk Assessment: Why do Women Take Fewer Risks than Men? Judgement and Decision Making, Vol. 1, S. 48-63

Heath Chip und Tversky Amos (1991): Preference and belief: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty, Journal of Risk and Uncertainty, 4, S. 5-28

Hedgeconcept (2009): http://www.hedgeconcept.de/maximum_drawdown_297.html, Stand 2009, letzter Zugriff 24.06.2009

Hens Thorsten und Bachmann Kremena (2008): Behavioural Finance for Private Banking, Wiley Finance, John Wiley & Sons Inc., West Sussex, UK

Hens Thorsten (2008): Hin und Her macht die Taschen leer, Denaris, 2/2008, S. 29 – 31

Holtgrave David R. und Weber Elke U. (1993): Dimensions of Risk Perception for Financial and Health Risks, Risk Analysis, Vol. 13, No. 5, S. 553-558

Investor's Dialogue (2009): <http://www.geldpersönlichkeit.ch>, Stand 2009, letzter Zugriff 03.08.2009

Jörg Perrin Petra (2007): Geschlechts- und ausbildungsspezifische Unterschiede im Investitionsverhalten, Inauguraldissertation Universität Bern, Haupt Verlag, Bern

Jordan Jennifer (2004): Behavioral Finance und Werbung für Investmentfonds, Dissertation Universität Frankfurt a.M., Deutscher Universitäts-Verlag GmbH, Wiesbaden

Jungermann Helmut und Belting Julia (2004): Interaktion des als ob: Privatanleger und Anlageberater, Gruppendynamik und Organisationsberatung, 35. Jahrg., Heft 2, 2004, S. 239-257

Jungermann Helmut, Pfister Hans-Rüdiger und Fischer Katrin (2005): Die Psychologie der Entscheidung, Eine Einführung, 2. Auflage, Spektrum Lehrbuch, Spektrum der Wissenschaft Verlagsgesellschaft mbH, Heidelberg

Jurczyk Boris (2006): Behavioral Finance, 2. Auflage, VDM Verlag Dr. Müller, Saarbrücken

Kahneman Daniel und Riepe Mark W. (1998): Aspects of Investor Psychology, Journal of Portfolio Management, Vol. 24, No. 4, S. 52-65

Kahneman Daniel und Tversky Amos (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, Econometrica, Vol. 47, No. 2, S. 263-292

Kaufmann Christine, Nasic Alen und Weber Martin (2009): Einmal Lotteriespieler – immer Aktienzocker? Einflussfaktoren auf das Risikoverhalten von Privatanlegern, Forschung für die Praxis, Band 18, Lehrstuhl für ABWL und Finanzwirtschaft, insbesondere Bankbetriebslehre, Universität Mannheim

Kiehling Hartmut (2001): Börsenpsychologie und Behavioral Finance, Wahrnehmung und Verhalten am Aktienmarkt, Verlag Franz Vahlen, München

Kilka Michael und Weber Martin (2000): Home Bias in International Stock Return Expectations, The Journal of Psychology and Financial Markets, Vol. 1, No. 3&4, S. 176-192

Koonce Lisa, McAnally Mary L., Mercer Molly (2004): How Do Investors Judge the Risk of Financial Items? Working Paper, University of Texas, Austin

MacCrimmon Kenneth R. und Wehrung Donald A. (1990): Characteristics of Risk Taking Executives, Management Science, 36. Jg., S. 422-435

MacGregor Donald G., Slovic Paul, Berry Michael, Evensky Harold R. (1999): Perception of Financial Risk: A Survey Study of Advisors and Planners, Journal of Financial Planning, 12, S. 68-86

Markowitz Harry Max (1952): Portfolio Selection, Journal of Finance, 7(1), S. 77-91

Markowitz Harry Max (1959): Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments, Yale University Press, New Haven

Neumann John von und Morgenstern Oskar (1944): Theory of Games and Economic Behavior, Princeton University Press, Princeton, NJ

NZZ Online (2009): Harsche Kritik des Bankenombudsmanns, http://www.nzz.ch/hintergrund/dossiers/umwaelzungen_in_der_wirtschaft/wirtschaft_in_der_krise_finanzkrise/harsche_kritik_des_bankenombudsmanns_1.2948494.html, Stand 2009, letzter Zugriff 18.07.2009

Odean Terrance (1998): Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?, The Journal of Finance, Vol. LIII, No. 5, S. 1775-1798

Olsen Robert A. (1997): Investment Risk: The Experts' Perspective, Financial Analysts Journal, 53, S. 62-66

Olsen Robert A. und Cox Constance M. (2001): The Influence of Gender on the Perception and Response to Investment Risk: The Case of Professional Investors, The Journal of Psychology and Financial Markets, Vol. 2, No. 1, S. 29-36

Payne John W, Laughhunn Dan J. und Crum Roy (1980): Translation of gambles and aspiration level effects in risky choice behaviour, Management Science, 26. Jg., S. 1039-1060

Pompian Michael M. (2006): Behavioral Finance and Wealth Management, Wiley Finance, John Wiley & Sons Inc., New Jersey

Renn Ortwin und Rohrman Bernd (2000): Cross-cultural risk perception: A survey of empirical studies, Kluwer Academic Publishers, Norwell, MA

Ricciardi Victor (2004): A Risk Perception Primer: A Narrative Research Review of the Risk Perception Literature in Behavioral Accounting and Behavioral Finance, Working Paper, Golden Gate University, Middle Island, NY

Rizzi Elisabeth (2009): Frauen sind nicht so risikofreudig, Stocks, Ausgabe Nr. 10, 8. – 21. Mai 2009, S. 68-70

Roy A. D. (1952): Safety First and the Holding of Assets, Econometrics, 20, S. 431-449

Russo Edward J. und Schoemaker Paul J. H. (1992): Managing Overconfidence, Sloan Management Review, Vol. 33, No. 2, S. 7-17

Sachse Katharina (2008): Risiken der Kapitalanlage aus Sicht der Privatanleger, Empirische Analysen und Praxisimplikationen, VDM Verlag Dr. Müller, Saarbrücken

Schmook Renate, Bendrien Jörg und Wänke Michaela (2002): Prospekttheorie, in: Frey Dieter und Irle Martin (Hrsg.), Theorien der Sozialpsychologie, Band III, Motivations-, Selbst- und Informationsverarbeitungstheorien, 2. Auflage, Verlag Hans Huber

Schoemaker Paul J. H. (1990): Are Risk-preferences Related Across Payoff Domains and Response Modes? Management Science, 36. Jg., S. 1451-1463

Schönemann Doris M. (2008): Die Financial Literacy bestimmt das Verhalten, Denaris, 2/2008, S. 23-27

Schriber Silvan (2002): Die Risikokommunikation zwischen Vermögensverwalter und Investor. Eine theoretische Fundierung und ihre praktische Umsetzung, Dissertation Nr. 2601 Universität St. Gallen, Difo-Druck GmbH, Bamberg

Schubert Renate (1996): Finanzielle Entscheidungen und die Risikowahrnehmung von Frauen – Neue Forschungsergebnisse – , Working Paper 96/11, Institut für Wirtschaftsforschung, ETH Zürich

Schubert Renate (1997): Finanzielle Entscheidungen und Risikowahrnehmung – Unterscheiden sich Frauen und Männer?, Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 42. Jahr, S. 241-261

Schubert Renate, Brown Martin, Gysler Matthias und Brachinger Hans Wolfgang (1999): Financial Decision-Making: Are Women Really More Risk-Averse?, The American Economic Review, Vol. 89, No. 2, S. 381-385

Schweizerische Nationalbank (2009): Statistisches Monatsheft Juni 2009, <http://www.snb.ch/de/iabout/stat/statpub/statmon/stats/statmon>, Stand 2009, letzter Zugriff 16. Juli 2009

Shefrin Hersh und Statman Meir (2000): Behavioral Portfolio Theory, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 35, No. 2, S. 127-151

Shefrin Hersh (2000): Börsenerfolg mit Behavioral Finance, Investment-Psychologie für Profis, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart

Siebenmorgen Niklas, Weber Elke U. und Weber Martin (1999): Risk perception in the short run and in the long run, Working Paper, Universität Mannheim

Siebenmorgen Niklas und Weber Martin (1999): Risikowahrnehmung. Wie Anleger unsichere Renditen einschätzen, Forschung für die Praxis, Band 4, Lehrstuhl für ABWL und Finanzwirtschaft, insbesondere Bankbetriebslehre, Universität Mannheim

Slovic Paul (1987): Perception of Risk, Science, Vol. 236, S. 280-285

Slovic Paul, Fischhoff Baruch und Lichtenstein Sarah (1980): Facts and Fears: Understanding Perceived Risk, in: Schwing Richard C., Albers Walter A. Jr. (Hrsg.), Societal Risk Assessment: How Safe is Safe Enough?, Plenum Press, New York

Slovic Paul und Weber Elke U. (2002): Perception of Risk Posed by Extreme Events, Working Paper, Beitrag zur Konferenz "Risk Management Strategies in an Uncertain World", New York, April 2002

Stäheli Thomas, Zobl Matthias und Hobein Günter A. (Hrsg.) (2008): Financial Literacy in der Schweiz, Online-Publikation der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften, Institut Banking & Finance IBF, <http://www.zhaw.ch/index.php?id=hop>, Stand 2009, letzter Zugriff 24.06.2009

Stephan Ekkehard und Kiell Guido (1998): Urteilsprozesse bei professionellen Akteuren im Finanzmarkt, Working Paper, Beitrag zum 41. Kongress der Deutschen Gesellschaft für Psychologie, Dresden, September 1998

Stephan Ekkehard und Kiell Guido (2000): Decision Process in Professional Investors: Does Expertise Moderate Judgmental Biases?, Working Paper, Department of Psychology, University of Kassel

Steul Martina (2003): Risikoverhalten privater Kapitalanleger. Implikationen für das Finanzdienstleistungsmarketing, Dissertation Universität Frankfurt a.M., Deutscher Universitäts-Verlag/GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden

Svenson Ola (1981): Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers?, Acta Psychologica, Vol. 47, No. 2. S. 143-148

Thaler Richard H. und Johnson Eric J. (1990): Gambling with the house money and trying to break even: The effect of prior outcomes on risky choice, Management Science, Vol. 36, No. 6, S. 643-660

Tiede Manfred und Voss Werner (1982): Prüfverfahren in der Wirtschafts- und Sozialstatistik, 2. Auflage, Studienverlag Dr. N. Brockmeyer, Bochum

Tversky Amos und Kahneman Daniel (1981): The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, Science, 211. Jg., S. 453-458

Tversky Amos und Kahneman Daniel (1986): Rational Choice and the Framing of Decisions, in: Choices, Values, and Frames (2000), Cambridge University Press and the Russell Sage Foundation, New York, S. 209-223

UBS AG (2008): Entsparen mit UBS – die Topflösung, Produktbeschreibung

UBS AG (2009): <http://fundgate.ubs.com>, Stand 2009, letzter Zugriff 30. Juli 2009

UBS Global Asset Management (2007): UBS Fund Facts, Juli 2007, Ausgabe Schweiz

UBS Wealth Management (2009): Quantitative Investment Solutions, Kundenpräsentation

UBS Wealth Management Research (2008): Behavioral Finance, Warum Ihr Gefühl Sie beim Anlegen täuschen kann – und was Sie dagegen tun können, UBS AG, Zürich

UBS Wealth Management Research (2009a): UBS life themes, Anlegen in volatilen Zeiten, Zusammenfassung, Juni 2009, UBS AG, Zürich

UBS Wealth Management Research (2009b): UBS life themes, Anlegen in volatilen Zeiten, Teil 2, Prüfung und Anpassung, Juli 2009, UBS AG, Zürich

Wahren Heinz-Kurt (2009): Anlegerpsychologie, VS Verlag, Wiesbaden

Weber Elke U., Blais Ann-Renée und Betz Nancy E. (2002): A Domain-specific Risk-attitude Scale: Measuring Risk Perceptions and Risk Behaviors, *Journal of Behavioral Decision Making*, 15, S. 263-290

Weber Elke U. und Hsee Christopher (1998): Cross-Cultural Differences in Risk Perception, but Cross-Cultural Similarities in Attitudes towards Perceived Risk, *Management Science*, Volume 44, Issue 9, S. 1205-1217

Weber Elke U. und Milliman Richard A. (1997): Perceived Risk Attitudes: Relating Risk Perception to Risky Choice, *Management Science*, Vol. 43, No 2, S. 123-144

Weber Elke U., Siebenmorgen Niklas und Weber Martin (2005): Communicating Asset Risk: How Name Recognition and the Format of Historic Volatility Information Affect Risk Perception and Investment Decisions, *Risk Analysis*, Vol. 25, No. 3, S. 597-609

Weber Martin (2007): *Genial einfach investieren*, Campus Verlag, Frankfurt am Main

Yook Ken c. und Everett Robert (2003): Assessing Risk Tolerance: Questioning the Questionnaire Method., *Journal of Financial Planning*, August 2003, S. 48-55

Zweig Jason (2007): *Gier, Neuroökonomie*, Carl Hanser Verlag, München

7.2 Weitere Unterlagen

7.2.1 Fragenkatalog der internetbasierten Befragung

UmfrageOnline.com
Erstellung und Auswertung von Umfragen.

Umfrage zur Risikowahrnehmung

0%

In meinem Nachdiplomstudium (MAS in Financial Consulting) an der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW) schreibe ich eine Diplomarbeit zum Thema "Umgang mit der Wahrnehmung von Anlagerisiken in der Beratung privater Kapitalanleger". Im Rahmen dieser Masterthesis führe ich eine Umfrage durch, die an Kundenberaterinnen und Kundenberater gerichtet ist.

Ich bin Ihnen sehr dankbar, wenn Sie sich 10-15 Minuten Zeit nehmen, um die Risikoeinschätzung von verschiedenen Anlageformen und unterschiedliche Darstellungsarten von Risiko zu beurteilen. Bei den unterschiedlichen Risikodarstellungsarten bitte ich Sie, jeweils nicht zurückzublättern.

Die Daten werden absolut anonym behandelt und es können keine Rückschlüsse auf einzelne Personen erfolgen.

Vielen Dank für Ihre Teilnahme!

Martin Soliva

▶

Kostenlose Online Umfrage einfach und direkt unter www.umfrageonline.com (DE) | www.sondageonline.com (FR) | www.esurveycreator.com (EN).

UmfrageOnline.com
Erstellung und Auswertung von Umfragen.

Umfrage zur Risikowahrnehmung

0%

1. Teil: Ihre persönliche Risikoeinschätzung von verschiedenen Anlageformen

Nachfolgende Anlageformen und Risikoeinschätzungs-Definitionen sind von der Studie "Aktienbesitz in der Schweiz 2008" der Universität Zürich unverändert übernommen worden.

1) In welchem Ausmass bedeutet eine Investition in die jeweilige Anlageform ein Risiko? (Referenzwährung CHF)

*** Aktien von CH-Blue-Chips**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☐ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant

☐ neutral

☐ riskant bis sehr riskant

*** Aktien von EU-Blue-Chips**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☐ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant

☐ neutral

☐ riskant bis sehr riskant

*** Aktien von US-Blue-Chips**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant

☐ neutral

☐ riskant bis sehr riskant

*** Erstklassige Obligationen in CHF**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant

☐ neutral

☐ riskant bis sehr riskant

*** Erstklassige Obligationen in EUR**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant

☐ neutral

☐ riskant bis sehr riskant

*** Erstklassige Obligationen in USD**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant

☐ neutral

☐ riskant bis sehr riskant

*** Aktienfonds Schweiz**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant

☐ neutral

☐ riskant bis sehr riskant

*** Aktienfonds Europa**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant

☐ neutral

☐ riskant bis sehr riskant

*** Aktienfonds USA**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☒ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant
- ☐ neutral
- ☐ riskant bis sehr riskant
-

*** Edelmetalle**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☒ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant
- ☐ neutral
- ☐ riskant bis sehr riskant
-

*** Immobilienfonds**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☒ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant
- ☐ neutral
- ☐ riskant bis sehr riskant
-

*** Hedge Funds**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☒ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant
- ☐ neutral
- ☐ riskant bis sehr riskant
-

*** Strukturierte Produkte**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☒ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant
- ☐ neutral
- ☐ riskant bis sehr riskant
-

*** Bankkonto**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☒ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant
- ☐ neutral
- ☐ riskant bis sehr riskant
-

*** Dritte Säule**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☐ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant
- ☐ neutral
- ☐ riskant bis sehr riskant

*** Lebensversicherung**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☐ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant
- ☐ neutral
- ☐ riskant bis sehr riskant

*** Pensionskasse**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☐ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant
- ☐ neutral
- ☐ riskant bis sehr riskant

*** Renditeliegenschaft**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☐ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant
- ☐ neutral
- ☐ riskant bis sehr riskant

*** Kunst/Antiquitäten**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☐ überhaupt nicht riskant bis wenig riskant
- ☐ neutral
- ☐ riskant bis sehr riskant



UmfrageOnline.com
Erstellung und Auswertung von Umfragen.

Umfrage zur Risikowahrnehmung

38%

2) In welche dieser Anlageformen haben Sie in den letzten 5 Jahren selber Geld investiert?

Hier sind *mehrere* Antworten möglich.

☐ Aktien von CH-Blue-Chips
 ☐ Aktien von EU-Blue-Chips
 ☐ Aktien von US-Blue-Chips
 ☐ Erstklassige Obligationen in CHF
 ☐ Erstklassige Obligationen in EUR
 ☐ Erstklassige Obligationen in USD
 ☐ Aktienfonds Schweiz
 ☐ Aktienfonds Europa
 ☐ Aktienfonds USA
 ☐ Edelmetalle
 ☐ Immobilienfonds
 ☐ Hedge Funds
 ☐ Strukturierte Produkte
 ☐ Bankkonto
 ☐ Dritte Säule
 ☐ Lebensversicherung
 ☐ Pensionskasse (freiwillige Einkäufe)
 ☐ Rohstoffe
 ☐ Renditeliegenschaft
 ☐ Kunst/Antiquitäten

UmfrageOnline.com
Erstellung und Auswertung von Umfragen.

Umfrage zur Risikowahrnehmung

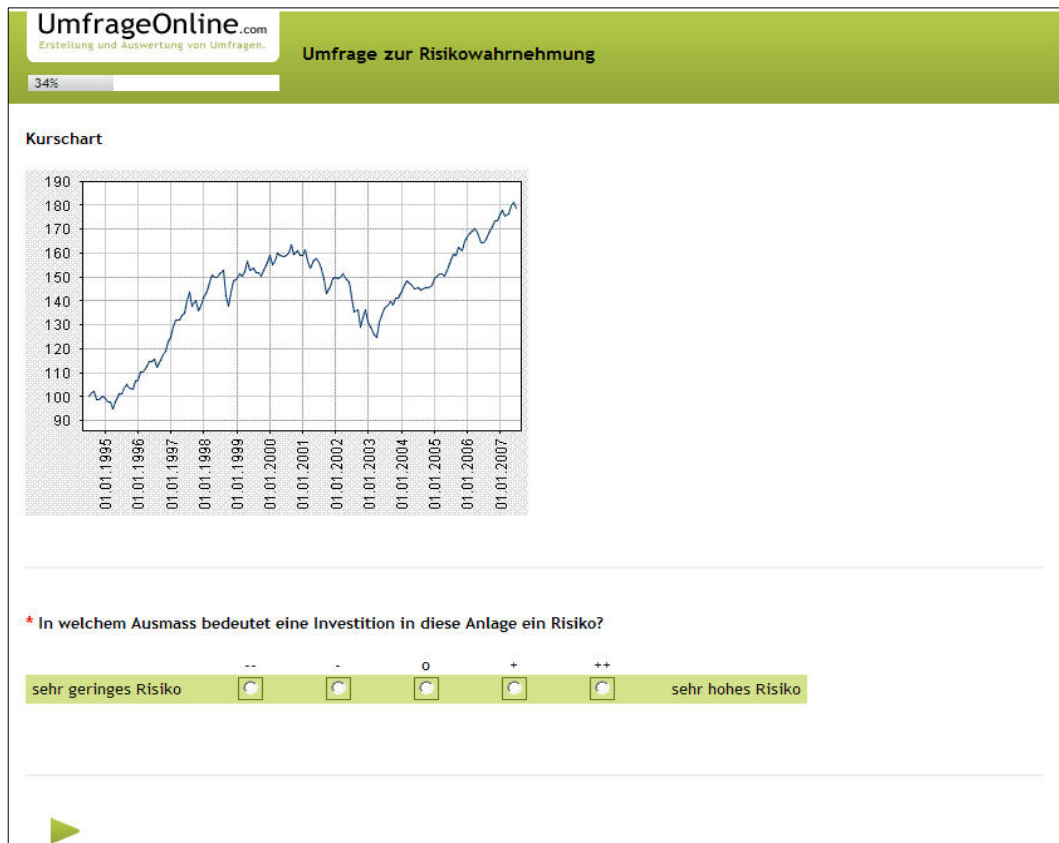
33%

2. Teil: Unterschiedliche Darstellungsarten von Risiko

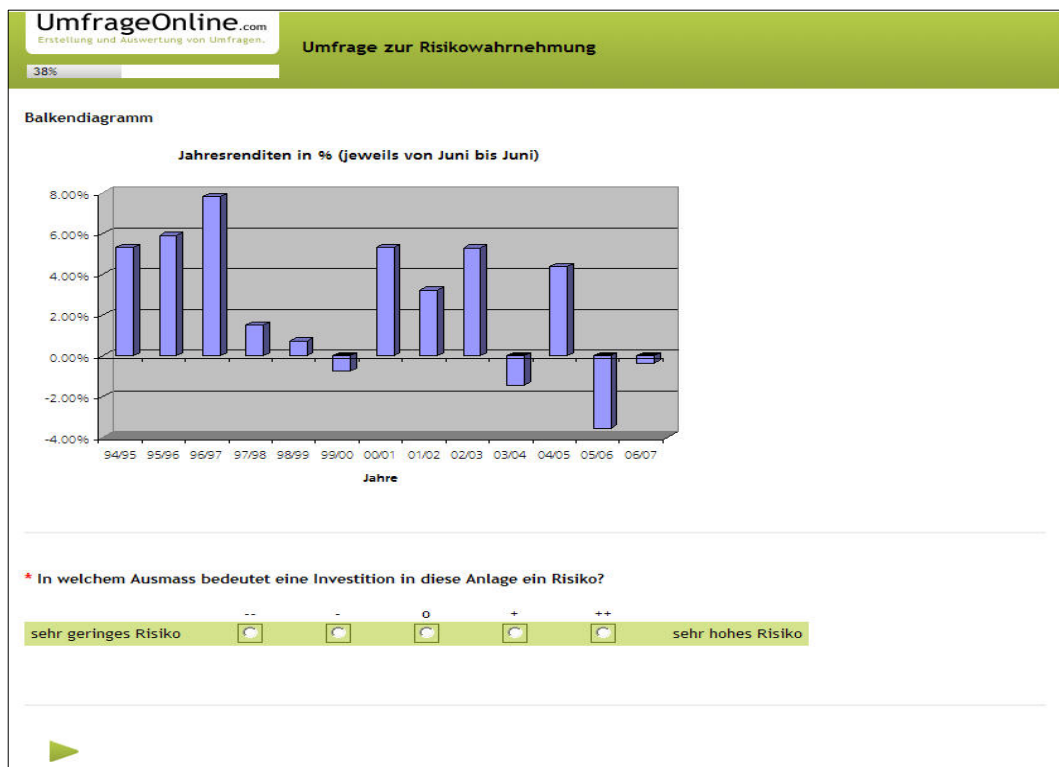
1) Ihre persönlichen Risikoeinschätzungen

Auf den folgenden Seiten sollten Sie die Risikoeigenschaften von verschiedenen Anlagen einschätzen. Bitte bestimmen Sie, in welchem Ausmass eine Investition in die jeweilige Anlage Ihrer Meinung nach ein Risiko bedeutet. Der Betrachtungszeitraum ist bei sämtlichen Anlagen identisch.

Balanced-Strategie:



Fixed Income-Strategie:



Yield-Strategie:

UmfrageOnline.com
Erstellung und Auswertung von Umfragen.

Umfrage zur Risikowahrnehmung

41%

Numerische Angaben

Durchschnittsrendite p.a. 30.6.1994 - 29.6.2007:

3.48%

beste 12-Monatsperiode:

13.79%

schlechteste 12-Monatsperiode:

-6.76%

Volatilität (per 29.6.2007):

2 Jahre (annualisiert):

2.53%

3 Jahre (annualisiert):

2.37%

5 Jahre (annualisiert):

3.27%

* In welchem Ausmass bedeutet eine Investition in diese Anlage ein Risiko?

sehr geringes Risiko

--

-

0

+

++

sehr hohes Risiko

Growth-Strategie:

UmfrageOnline.com
Erstellung und Auswertung von Umfragen.

Umfrage zur Risikowahrnehmung

44%

Kurschart



* In welchem Ausmass bedeutet eine Investition in diese Anlage ein Risiko?

sehr geringes Risiko

--

-

0

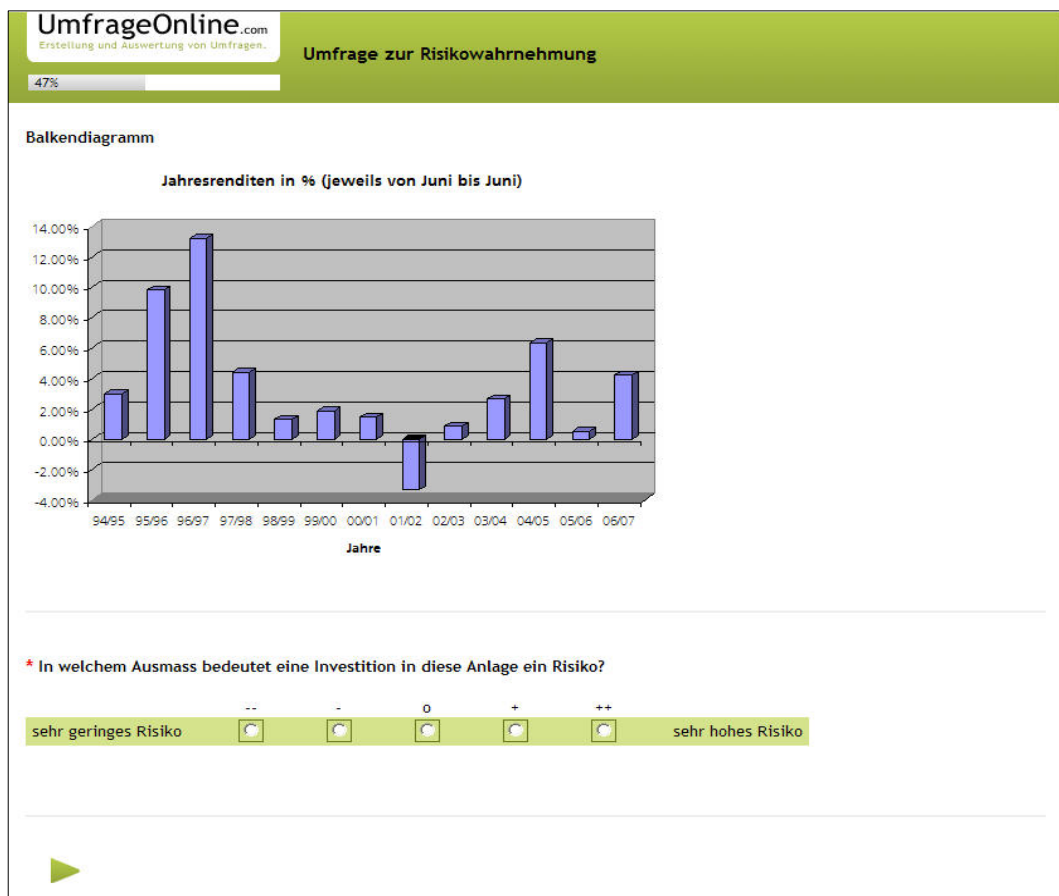
+

++

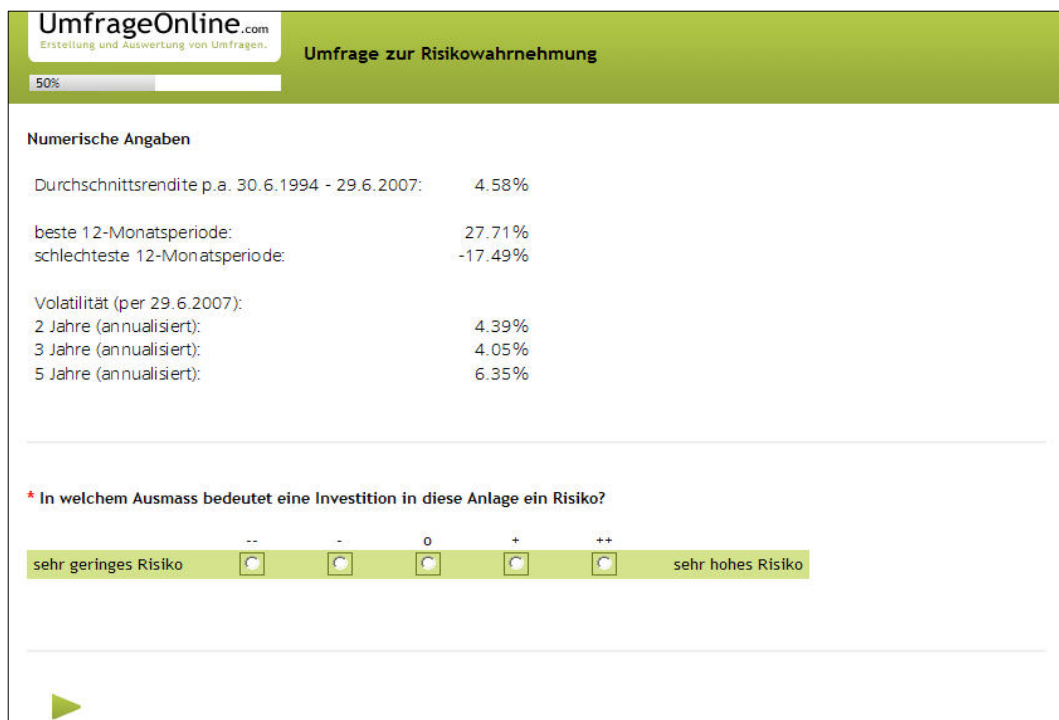
sehr hohes Risiko

bm/page/0/58/0,1080,1058-29011-2-123143,00.shtml

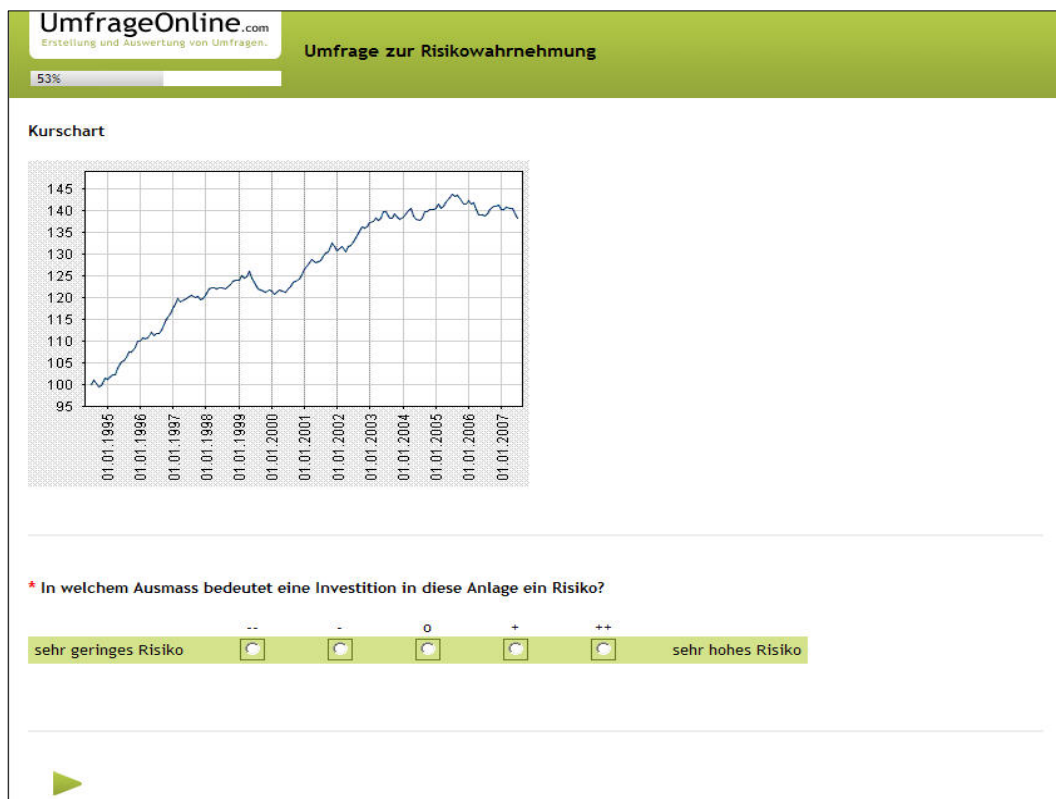
Yield-Strategie:



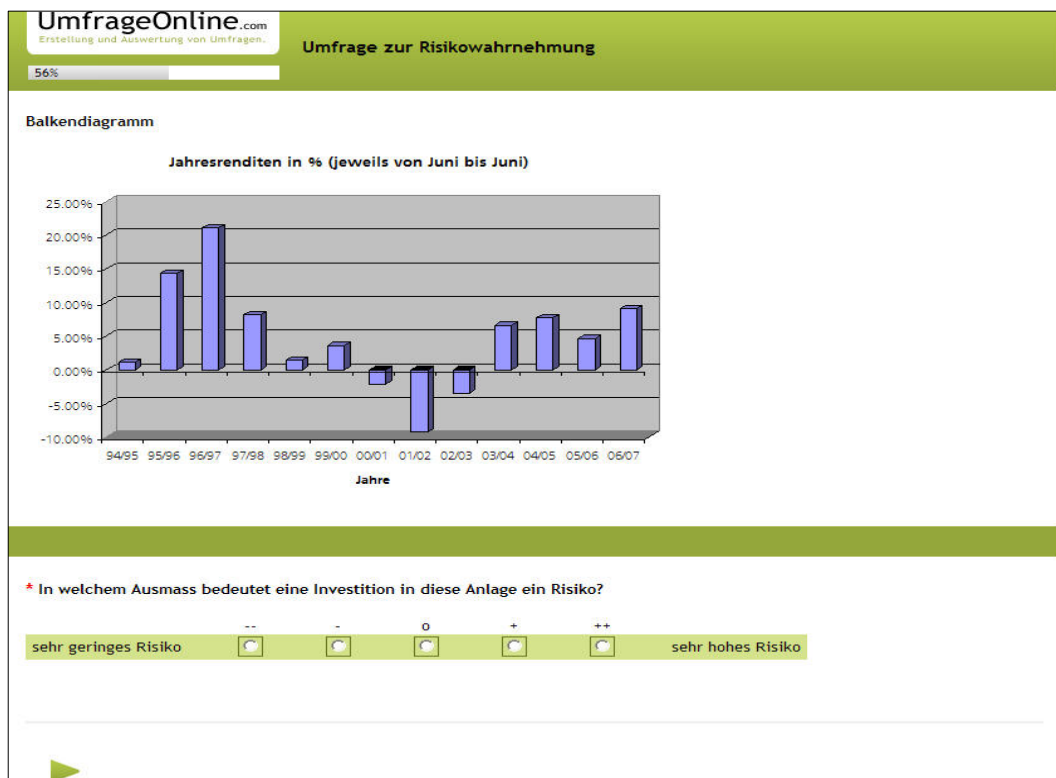
Balanced-Strategie:



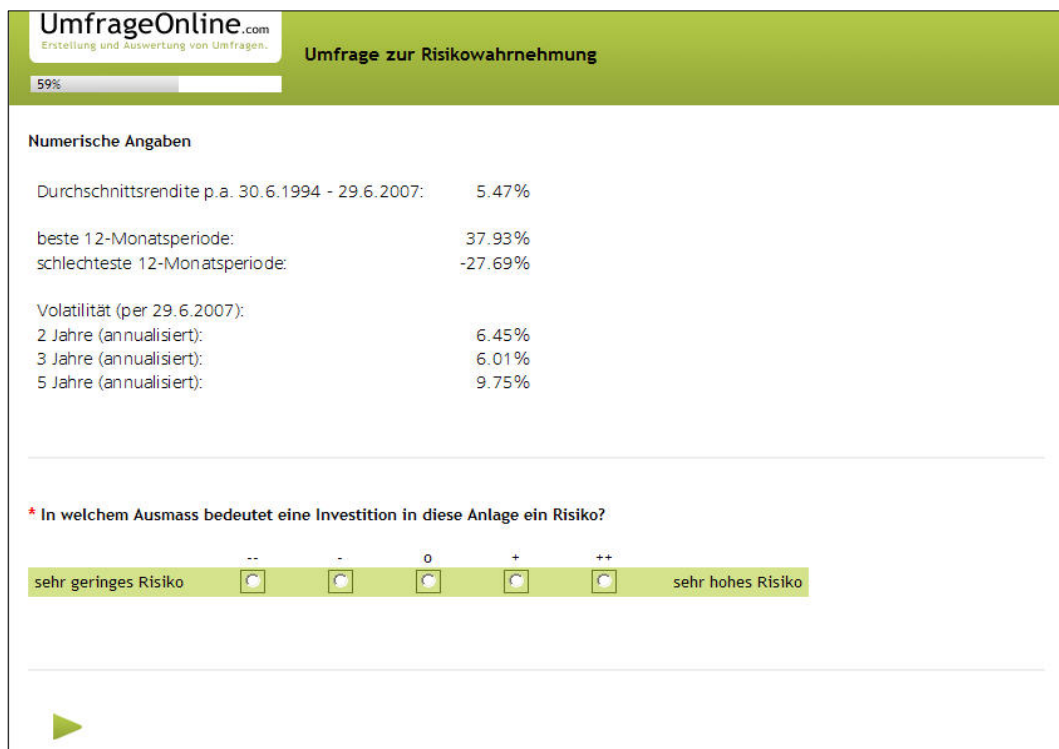
Fixed Income-Strategie:



Balanced-Strategie:



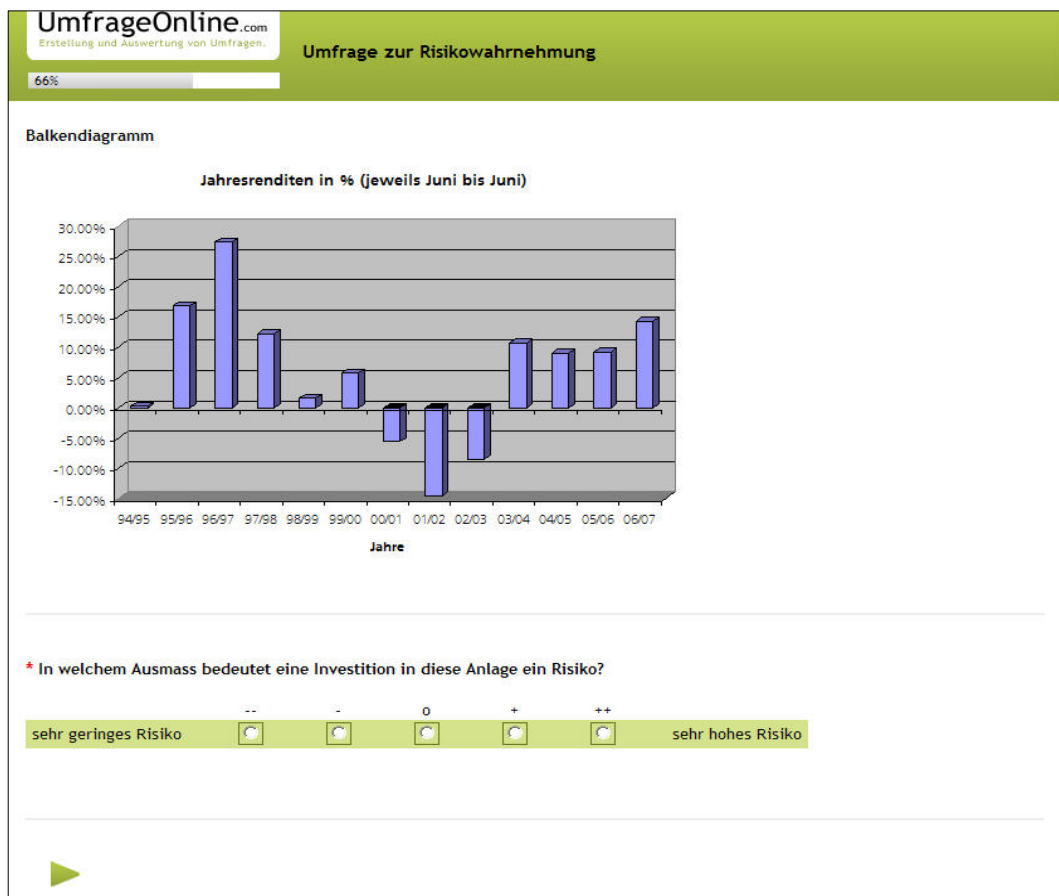
Growth-Strategie:



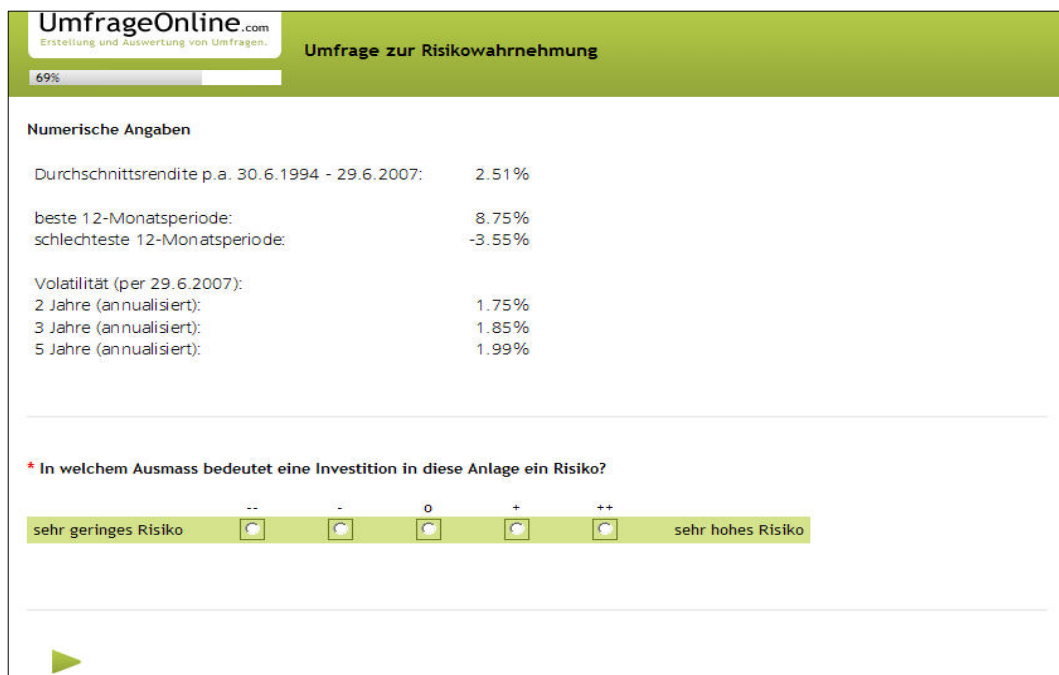
Yield-Strategie:



Growth-Strategie:



Fixed Income-Strategie:



2) Wie sinnvoll erscheint Ihnen die Verwendung folgender Risikoparameter im Beratungsgespräch mit privaten Anlagekunden?

* Volatilität

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ überhaupt nicht sinnvoll bis wenig sinnvoll

☐ neutral

☒ sinnvoll bis sehr sinnvoll

☐ weiss nicht / keine Meinung

* Shortfall-Risiko

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ überhaupt nicht sinnvoll bis wenig sinnvoll

☐ neutral

☒ sinnvoll bis sehr sinnvoll

☐ weiss nicht / keine Meinung

* Value at Risk

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ überhaupt nicht sinnvoll bis wenig sinnvoll

☐ neutral

☒ sinnvoll bis sehr sinnvoll

☐ weiss nicht / keine Meinung

* "Time under Water" (Zeitraum, den eine Anlage bräuchte, um einen Verlust von einem Hochpunkt aus wettzumachen)

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ überhaupt nicht sinnvoll - wenig sinnvoll

☐ neutral

☒ sinnvoll bis sehr sinnvoll

☐ weiss nicht / keine Meinung

* Maximum Drawdown (höchster Verlust innerhalb einer best. Periode)

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ überhaupt nicht sinnvoll bis wenig sinnvoll

☐ neutral

☒ sinnvoll bis sehr sinnvoll

☐ weiss nicht / keine Meinung

*** Betafaktor**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☒ überhaupt nicht sinnvoll bis wenig sinnvoll
- ☐ neutral
- ☒ sinnvoll bis sehr sinnvoll
- ☐ weiss nicht / keine Meinung

*** Duration**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☒ überhaupt nicht sinnvoll bis wenig sinnvoll
- ☐ neutral
- ☒ sinnvoll bis sehr sinnvoll
- ☐ weiss nicht / keine Meinung

*** Liquidität (Handelbarkeit)**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☒ überhaupt nicht sinnvoll bis wenig sinnvoll
- ☐ neutral
- ☒ sinnvoll bis sehr sinnvoll
- ☐ weiss nicht / keine Meinung

*** Transparenz (bzgl. Nachvollziehbarkeit der Entwicklung der Investition)**

Es ist nur eine Auswahl möglich.

- ☒ überhaupt nicht sinnvoll bis wenig sinnvoll
- ☐ neutral
- ☒ sinnvoll bis sehr sinnvoll
- ☐ weiss nicht / keine Meinung

3) Welche anderen Risikoparameter und Risiko-Darstellungsarten benutzen Sie im Beratungsgespräch?

Sie können hier Ihre Antwort erfassen.



UmfrageOnline.com
Erstellung und Auswertung von Umfragen.

Umfrage zur Risikowahrnehmung

89%

3. Teil: Soziodemografische Fragen

*** Ihr Geschlecht:**

☒ weiblich

☐ männlich

Ihr Alter: (volle Anzahl Jahre)

In welchem Kundensegment sind Sie tätig?

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ Kundenvermögen durchschnittlich unter CHF 250'000

☐ Kundenvermögen durchschnittlich zwischen CHF 250'000 und CHF 1 Mio

☒ Kundenvermögen durchschnittlich zwischen CHF 1 Mio und CHF 5 Mio

☐ Kundenvermögen durchschnittlich über CHF 5 Mio

Anzahl Jahre Erfahrung in der Kundenberatung: (volle Anzahl Jahre)

Was ist Ihr derzeit höchster Schulabschluss?

Es ist nur eine Auswahl möglich.

☒ Berufslehre

☐ Matura

☒ Höhere Berufsausbildung, Fachschule

☐ Universitäre Hochschule (UNI, ETH), Fachhochschule (FH)

☐ Nachdiplomstudium, MAS, MBA, o.ä.

☐

Möchten Sie mir weiteres Feedback zum Umgang mit der Wahrnehmung von Anlagerisiken geben?

Sie können hier Ihre Antwort erfassen.

▶

UmfrageOnline.com
Erstellung und Auswertung von Umfragen.

Umfrage zur Risikowahrnehmung

100%

Die Umfrage ist beendet. Vielen Dank für die Teilnahme.

Das Fenster kann nun geschlossen werden.

7.2.2 Factsheets der UBS-Strategiefonds

Ausgabe Schweiz
Daten per Ende Juni 2007

UBS Strategy Fixed Income (CHF) B

Klassisches Asset-Allocation-Portefeuille aus festverzinslichen Anlagen mit kompletter Vermögensverwaltung

UBS Asset Allocation Funds > UBS Strategy Funds > Fixed Income

Fondscharakteristika

Fondsname	UBS (Lux) Strategy Fund – Fixed Income (CHF) B
Fondstyp	offen
Lancierungsdatum	16.10.1992
Rechnungswährung	CHF
Abschluss Rechnungsjahr	31. Januar
Ausgabe/Rücknahme	täglich
All-in-Fee	1,08% p.a.
Benchmark	UBS Cust. Benchmark - Fix. Inc. (CHF)
EU-Zinsbesteuerung ¹	betroffen
Valorennummer	618 669
ISIN	LU0039343222
Bloomberg	SBSCSIB1 OS

¹ Nähere Infos unter Kapitel «Weitere Informationen/Steuerspektrum»

Portfeuillekennzahlen

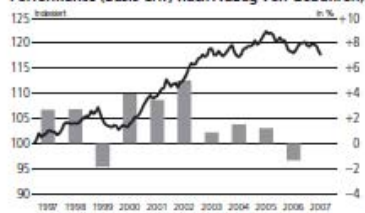
	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre
Volatilität*			
– Fonds	1,75%	1,85%	1,99%

*Annualisierte Standardabweichung

Aktuelle Daten

Inventarwert 29.6.2007	CHF	1 499,59
– Höchst letzte 12 Monate	CHF	1 534,70
– Tiefst letzte 12 Monate	CHF	1 497,28
Anteil Fondsvermögen in Mio.	CHF	865,18
Gesamtfondsvermögen in Mio.	CHF	1 783,60
Ausschüttung	keine, Thesaurierung	
Theoretische Verfallrendite (brutto)	3,70%	
Modified Duration	4,33 Jahre	
Durchschnittliche Restlaufzeit	5,63 Jahre	

Performance (Basis CHF, nach Abzug von Gebühren)



Fondsbeschreibung

- Der Fonds investiert weltweit in qualitativ hochwertigen Anleihen sowie Geldmarktinstrumenten und orientiert sich dabei an einer vordefinierten Benchmark.
- Die Anlagepolitik von UBS wird strikt eingehalten.
- Wechselkursrisiken werden weitgehend abgesichert.

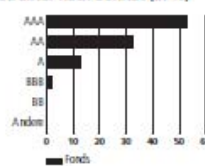
Hauptvorteile

- Die Anleger erhalten einfachen Zugang zur Anlagepolitik von UBS.
- Die Investoren können weltweit von Anlagechancen im Zusammenhang mit qualitativ hochwertigen Anleihen profitieren.
- Der Fonds bemüht sich aktiv um die Nutzung attraktiver Marktchancen, strebt jedoch gleichzeitig ein niedriges Risiko an.
- Der Fonds ist attraktiv für vorsichtige Investoren, für die sowohl Kapitalerhaltung als auch regelmässige Zinserträge wichtig sind.

Risiken

Änderungen des Zinsniveaus beeinflussen den Wert des Portefeuilles. Dies erfordert eine entsprechende Risikobereitschaft und -fähigkeit.

Portfeuillestruktur nach Bonität (in %)



Portfeuillestruktur nach Anlagemedien und Währungen

	Geldmarkt	Obligationen	Aktien	Total	Total*
AUD	–	1,6	–	1,6	–
CAD	–	–	–	–	–
CHF	0,2	48,2	–	48,4	87,2
DKK	–	0,5	–	0,5	0,1
EUR	–	17,6	–	17,6	5,1
GBP	–	5,2	–	5,2	0,6
JPY	–	12,9	–	12,9	4,6
SEK	–	–	–	–	–
USD	–	13,8	–	13,8	2,4
Andere	–	–	–	–	–
Total	0,2	99,8	–	100,0	100,0

* inkl. Währungsbüchse

Performance (nach Abzug von Gebühren)

in %	2003	2004	2005	2006	2007 YTD	Juni 2007	5 Jahre	0 p.a.
Fonds (CHF)	0,87	1,51	1,20	-1,35	-1,57	-0,72	4,09	0,80
Benchmark ¹	1,49	2,53	2,62	-0,14	-0,83	-0,52	10,18	1,96

¹ Benchmark in Rechnungswährung (ohne Kosten)

Vertreter in der Schweiz für UBS-Fonds ausländischen Rechts: UBS Fund Management (Switzerland) AG, Postfach, CH-4002 Basel. Fondsprospekt sowie Jahres- und Halbjahresberichte der UBS-Fonds können kostenlos bei UBS AG, Postfach, CH-4002 Basel bzw. bei UBS Fund Management (Switzerland) AG, Postfach, CH-4002 Basel angefordert werden. Anteile der in dieser Publikation erwähnten UBS-Fonds dürfen innerhalb der USA weder angeboten noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die Angaben in dieser Publikation gelten nicht als Offerte, da denselben nur zu Informationszwecken. Die vergangene Performance ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Die dargestellte Performance lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt.

© UBS 2007. Das Schlusskennzeichen und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

UBS Strategy Yield (CHF) B

Klassisches, auf Asset Allocation beruhendes Portefeuille mit kompletter Vermögensverwaltung

UBS Asset Allocation Funds > UBS Strategy Funds > Yield

Fondscharakteristika

Fondsname	UBS (Lux) Strategy Fund – Yield (CHF) B
Fondstyp	offen
Landungsdatum	10.9.1991
Rechnungswährung	CHF
Abschluss Rechnungsjahr	31. Januar
Ausgabe/Rücknahme	täglich
All-in-Fee	1,44% p.a.
Benchmark	UBS Cust. Benchmark – Yield (CHF)
EU-Zinsbesteuerung ¹	betroffen
Valorennummer	601 322
ISIN	LU0033035865
Bloomberg	58CYLB OS

¹ Nähere Infos unter Kapitel «Weitere Informationen/Steueraspekte»

Portefeuillekennzahlen

	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre
Volatilität*			
– Fonds	2,53%	2,37%	3,27%

* Annualisierte Standardabweichung

Aktuelle Daten

Inventarwert 29.6.2007	CHF	1 831,16
– Höchst letzte 12 Monate	CHF	1 855,73
– Tiefst letzte 12 Monate	CHF	1 746,24
Anteil Fondsvermögen in Mio.	CHF	2 527,57
Gesamtfondsvermögen in Mio.	CHF	4 062,80
Ausschüttung	keine, Thesaurierung	
Theoretische Verfallrendite (brutto)		3,76%
Modified Duration		4,58 Jahre
Durchschnittliche Restlaufzeit		6,00 Jahre

Fondsbeschreibung

- Der Fonds investiert weltweit in qualitativ hochwertigen Anleihen, ausgewählten Aktien sowie Geldmarktinstrumenten und orientiert sich dabei an einer vordefinierten Benchmark. Der Aktienanteil variiert zwischen 20 und 30% (langfristiger Durchschnitt von 25%).
- Die Anlagepolitik von UBS wird strikt eingehalten.
- Wechselkursrisiken werden weitgehend abgesichert.

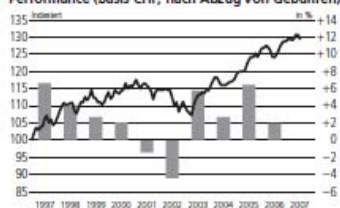
Hauptvorteile

- Die Anleger erhalten einfachen Zugang zur Anlagepolitik von UBS.
- Die Investoren können weltweit von Anlagechancen im Zusammenhang mit qualitativ hochwertigen Anleihen und ausgewählten Aktien profitieren.
- Der Fonds bemüht sich aktiv um die Nutzung attraktiver Marktchancen. Dabei wird der Aktienanteil des Portefeuilles innerhalb einer bestimmten Bandbreite gehalten, um so dem Risikoprofil der Anleger Rechnung zu tragen.
- Der Fonds eignet sich für vorsichtige Anleger, die auf Zinsen und Dividenden setzen, jedoch zur Schaffung von Kapitalgewinnpotenzial zusätzliche Risiken einzugehen bereit sind.

Risiken

Zinsänderungen wirken sich wegen des Engagements in festverzinslichen Anlagen auf den Fondswert aus. Wertschwankungen können auch durch die im Portefeuille gehaltenen Aktien verursacht werden. Dies erfordert eine entsprechende Risikobereitschaft und -fähigkeit.

Performance (Basis CHF, nach Abzug von Gebühren)



Die vergangene Performance ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Die dargestellte Performance lässt abfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt.

Die 10 grössten Aktienpositionen (in %)

Roche Holding AG	1,40
UBS AG	1,36
Nestlé SA	1,27
Novartis AG	1,20
Credit Suisse USA Inc.	0,83
Zurich Financial Services AG	0,44
Total SA	0,42
Créditgroup Inc.	0,32
BP Plc	0,31
Holcim Ltd.	0,30

Portefeuillestruktur nach Anlagemedien und Währungen

	Geldmarkt	Obligationen	Aktien	Total	Total*
AUD	–	1,6	0,6	2,2	–
CAD	–	–	0,3	0,3	0,1
CHF	0,2	35,8	8,7	44,7	82,3
DKK	–	0,3	–	0,3	0,1
EUR	–	12,1	3,8	15,9	5,4
GBP	–	4,1	2,3	6,4	1,5
JPY	–	8,8	1,4	10,2	4,6
SEK	–	–	0,1	0,1	0,1
USD	–	9,8	10,1	19,9	5,8
Andere	–	–	–	–	0,1
Total	0,2	72,5	27,3	100,0	100,0

* inkl. Währungsabsicherung

Performance (nach Abzug von Gebühren)

in %	2003	2004	2005	2006	2007 YTD	Juni 2007	5 Jahre	Ø p.a. 5 Jahre
Fonds (CHF)	5,76	2,70	6,47	1,92	0,14	-1,03	15,33	2,89
Benchmark ¹	6,52	4,02	8,31	3,39	1,04	-0,81	24,09	4,41

¹ Benchmark in Rechnungswährung (ohne Kosten)

Verteiler in der Schweiz für UBS Fonds ausländischen Rechts: UBS Fund Management (Switzerland) AG, Postfach, CH-4002 Basel. Fondsprospekt sowie Jahres- und Halbjahresberichte der UBS Fonds können kostenlos bei UBS AG, Postfach, CH-4002 Basel bzw. bei UBS Fund Management (Switzerland) AG, Postfach, CH-4002 Basel angefordert werden. Anteile der in dieser Publikation erwähnten UBS Fonds dürfen innerhalb der USA weder angeboten noch verkauft oder ausgetauscht werden. Die Angaben in dieser Publikation gelten nicht als Offerte. Sie dienen nur zu Informationszwecken. Die vergangene Performance ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Die dargestellte Performance lässt abfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt.

© UBS 2007. Das Schwelgermbot und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

UBS Strategy Balanced (CHF) B

Klassisches Asset-Allocation-Portefeuille mit kompletter Vermögensverwaltung

UBS Asset Allocation Funds > UBS Strategy Funds > Balanced



Fondscharakteristika

Fondsname	UBS (Lux) Strategy Fund – Balanced (CHF) B
Fondstyp	offen
Launchdatum	1.7.1994
Rechnungswährung	CHF
Abschluss Rechnungsjahr	31. Januar
Ausgabe/Rücknahme	täglich
All-in-Fee	1,62% p.a.
Benchmark	UBS Cust. Benchmark – Balanced (CHF)
EU-Zinsbesteuerung: gegenwärtig nicht betroffen, betroffen ab 2011, eventuell vorher ¹	
Valorennummer	239 657
ISIN	LU0049785289
Bloomberg	SBCGSFB OS

¹ Nähere Infos unter Kapitel «Weitere Informationen/Steuerspezifika»

Portefeuillekennzahlen

	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre
Volatilität*			
– Fonds	4,39%	4,05%	6,35%

*Annualisierte Standardabweichung

Aktuelle Daten

Inventarwert 29.6.2007	CHF	1 789,17
– Höchst letzte 12 Monate	CHF	1 818,41
– Tiefst letzte 12 Monate	CHF	1 617,72
Anteil Fondsvermögen in Mio.	CHF	2 672,84
Gesamtvermögen in Mio.	CHF	3 584,06
Ausschüttung	keine, Thesaurierung	
Theoretische Verfallrendite (brutto)		3,88%
Modified Duration		4,95 Jahre
Durchschnittliche Restlaufzeit		6,33 Jahre

Fondsbeschreibung

- Der Fonds investiert weltweit in ausgewählten Aktien, qualitativ hochwertigen Anleihen sowie Geldmarktinstrumenten und orientiert sich dabei an einer vordefinierten Benchmark. Der Aktienanteil variiert zwischen 43 und 57 % (langfristiger Durchschnitt von 50%).
- Die Anlagepolitik von UBS wird strikt eingehalten.
- Wechselkursrisiken werden weitgehend abgesichert.

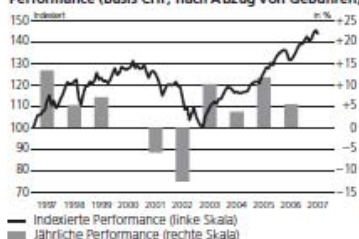
Hauptvorteile

- Die Anleger erhalten einfachen Zugang zur Anlagepolitik von UBS.
- Die Investoren können weltweit von Anlagechancen im Zusammenhang mit qualitativ hochwertigen Anleihen und ausgewählten Aktien profitieren.
- Der Fonds bemüht sich aktiv um die Nutzung attraktiver Marktchancen. Dabei wird der Aktienanteil des Portefeuilles innerhalb einer bestimmten Bandbreite gehalten, um so dem Risikoprofil der Anleger Rechnung zu tragen.
- Der Fonds eignet sich für Anleger, die Risiko als Chance verstehen, um langfristige Renditen zu erzielen. Zu diesem Zweck strebt der Fonds nicht nur die Erwirtschaftung von Zins- und Dividendenrenditen, sondern auch die Generierung von Kapitalgewinnen an.

Risiken

Der Wert des Fonds kann aufgrund des Aktienengagements schwanken. Wegen der Anleihen im Portefeuille wird der Fondswert zudem durch Zinsänderungen beeinflusst. Dies erfordert eine entsprechende Risikobereitschaft und -fähigkeit.

Performance (Basis CHF, nach Abzug von Gebühren)



Die vergangene Performance ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Die dargestellte Performance lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt.

Die 10 grössten Aktienpositionen (in %)

Roche Holding AG	2,87
UBS AG	2,75
Nestlé SA	2,58
Novartis AG	2,43
Credit Suisse USA Inc	1,69
Zurich Financial Services AG	0,90
Total SA	0,86
Citigroup Inc	0,65
BP Plc	0,64
Holcim Ltd	0,62

Portefeuillestruktur nach Anlagemedien und Währungen

	Geldmarkt	Obli-gationen	Aktien	Total	Total*
AUD	–	1,7	1,2	2,9	–
CAD	–	–	0,6	0,6	–
CHF	0,2	23,2	17,3	40,7	77,8
DKK	–	0,2	–	0,2	–
EUR	–	7,4	6,6	14,0	5,6
GBP	–	3,3	3,5	6,8	2,1
JPY	–	5,3	2,8	8,1	4,5
SEK	–	–	0,2	0,2	–
USD	–	6,8	19,7	26,5	9,5
Andere	–	–	–	–	0,1
Total	0,2	47,9	51,9	100,0	100,0

* inkl. Währungsabsicherung

Performance (nach Abzug von Gebühren)

in %	2003	2004	2005	2006	2007 YTD	Juni 2007	5 Jahre	Ø p.a. 5 Jahre
Fonds (CHF)	10,07	3,67	11,60	5,35	1,89	-1,25	26,47	4,81
Benchmark ¹	11,65	5,38	14,15	7,01	3,11	-1,04	38,74	6,77

¹ Benchmark in Rechnungswährung (ohne Kosten)

Verteiler in der Schweiz für UBS Fonds: ausländischen Rechts, UBS Fund Management (Switzerland) AG, Postfach, CH-4002 Basel. Fondsporgellen sowie Jahres- und Halbjahresberichte der UBS Fonds können kostenlos bei UBS AG, Postfach, CH-4002 Basel bzw. bei UBS Fund Management (Switzerland) AG, Postfach, CH-4002 Basel angefordert werden. Anteile der in dieser Publikation erwähnten UBS Fonds dürfen innerhalb der USA weder angeboten noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die Angaben in dieser Publikation gelten nicht als Offerte. Sie dienen nur zu Informationszwecken. Die vergangene Performance ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Die dargestellte Performance lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt.
© UBS 2007. Das Schlusskennzeichen und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

UBS Strategy Growth (CHF)

Klassisches, auf Asset Allocation beruhendes Portefeuille mit kompletter Vermögensverwaltung

UBS Asset Allocation Funds > UBS Strategy Funds > Growth

Fondscharakteristika

Fondsname	UBS (Lux) Strategy Fund – Growth (CHF) B
Fondstyp	offen
Landierungsdatum	10.9.1991
Rechnungswährung	CHF
Abschluss Rechnungsjahr	31. Januar
Ausgabe/Rücknahme	täglich
All-in-Fee	1,80% p.a.
Benchmark	UBS Cust. Benchmark – Growth (CHF)
EU-Zinsbesteuerung: gegenwärtig nicht betroffen, eventuell betroffen ab 2011 ¹	
Valorennummer	601 320
ISIN	LU0033034892
Bloomberg	SBCSFGI OS

¹ Nähere Infos unter Kapitel «Weitere Informationen/Steuerspezifika»

Portfeuillekennzahlen

	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre
Volatilität*			
– Fonds	6,45%	6,01%	9,75%

* Annualisierte Standardabweichung

Aktuelle Daten

Inventarwert 29.6.2007	CHF	2 256,44
– Höchst letzte 12 Monate	CHF	2 302,66
– Tiefst letzte 12 Monate	CHF	1 931,49
Fondsvermögen in Mio.	CHF	1 377,85
Ausschüttung	keine, Thesaurierung	
Theoretische Verfallrendite (brutto)	4,15%	
Modified Duration	4,96 Jahre	
Durchschnittliche Restlaufzeit	6,72 Jahre	

Fondsbeschreibung

- Der Fonds investiert weltweit in ausgewählten Aktien, qualitativ hochwertigen Anleihen sowie Geldmarktinstrumenten und orientiert sich dabei an einer vordefinierten Benchmark. Der Aktienanteil variiert zwischen 66 und 84% (langfristiger Durchschnitt von 75%).
- Die Anlagepolitik von UBS wird strikt eingehalten.
- Wechselkursrisiken werden weitgehend abgesichert.

Hauptvorteile

- Die Anleger erhalten einfachen Zugang zur Anlagepolitik von UBS.
- Die Investoren können weltweit von Anlagechancen im Zusammenhang mit ausgewählten Aktien und qualitativ hochwertigen Anleihen profitieren.
- Der Fonds bemüht sich aktiv um die Nutzung attraktiver Marktchancen. Dabei wird der Aktienanteil des Portefeuilles innerhalb einer bestimmten Bandbreite gehalten, um so dem Risikoprofil der Anleger Rechnung zu tragen.
- Der Fonds eignet sich für wachstumsorientierte Anleger, die Risiken gegenüber aufgeschlossen sind und in erheblichem Umfang am Ertragspotenzial der Aktienmärkte teilhaben möchten.

Risiken

Der Wert des Fonds kann aufgrund des Aktienengagements erheblich schwanken. Wegen der Anleihen im Portefeuille wird der Fondswert zudem durch Zinsänderungen beeinflusst. Dies erfordert eine entsprechende Risikobereitschaft und -fähigkeit.

Performance (Basis CHF, nach Abzug von Gebühren)



Die vergangene Performance ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Die dargestellte Performance lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt.

Die 10 grössten Aktienpositionen (in %)

Roche Holding AG	4,37
UBS AG	4,21
Nestlé SA	3,93
Novartis AG	3,71
Credit Suisse USA Inc.	2,58
Zurich Financial Services AG	1,38
Total SA	1,30
Crugroup Inc.	0,96
BP Plc	0,96
Holcim Ltd	0,93

Portfeuillestruktur nach Anlagemedien und Währungen

	Geldmarkt	Obligationen	Aktien	Total	Total*
AUD	–	1,7	1,8	3,5	0,1
CAD	–	–	1,0	1,0	–
CHF	0,3	10,3	26,4	37,0	73,3
DKK	–	0,1	–	0,1	0,1
EUR	–	2,5	9,0	11,5	5,8
GBP	–	2,4	5,2	7,6	2,8
JPY	–	1,9	4,3	6,2	4,5
SEK	–	–	0,3	0,3	0,3
USD	–	3,8	29,0	32,8	12,9
Andere	–	–	–	–	0,2
Total	0,3	22,7	77,0	100,0	100,0

* inkl. Währungsabsicherung

Performance (nach Abzug von Gebühren)

in %	2003	2004	2005	2006	2007 YTD	Juni 2007	5 Jahre	0 p.a.
Fonds (CHF)	14,15	4,53	17,01	9,14	3,84	-1,44	37,72	6,61
Benchmark ¹	16,87	6,61	20,12	10,75	5,39	-1,20	53,95	9,01

¹ Benchmark in Rechnungswährung (ohne Kosten)

Vertrieben in der Schweiz für UBS (Lux) durch die UBS (Lux) Fund Management (Switzerland) AG, Postfach, CH-4002 Basel. Fondsgesamte sowie Jahres- und halbjährliche Renditen der UBS (Lux) Fonds können Kosten bei UBS AG, Postfach, CH-4002 Basel bzw. bei UBS Fund Management (Switzerland) AG, Postfach, CH-4002 Basel angefordert werden. Anteile der in dieser Publikation erwähnten UBS Fonds dürfen innerhalb der USA weder angeboten noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die Angaben in dieser Publikation gelten nicht als Offerte. Sie dienen nur zu Informationszwecken. Die vergangene Performance ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Die dargestellte Performance lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt.

© UBS 2007. Das UBS Logo und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

7.3 Lebenslauf

Martin Soliva

geboren am 28. Oktober 1973

von Medel (Lucmagn) GR



Privatadresse:

Unterfeldhof 22d, 8854 Galgenen

Geschäftsadresse:

Zürcher Kantonalbank

Bahnhofstrasse 9, 8001 Zürich

Aus- und Weiterbildung

Sept. 2007 – Sept. 2009	MAS in Financial Consulting an der ZHAW School of Management Winterthur
Okt. 1997 – Okt. 2000	Betriebsökonomiestudium an der ZHAW School of Management Winterthur, Spezialisierung in Banking and Finance, Abschluss als dipl. Betriebsökonom FH
Aug. 1989 – Aug. 1992	Kaufmännische Banklehre Zürcher Kantonalbank, Stäfa

Beruflicher Werdegang

seit Dezember 2009	Finanzplaner im Private Banking der Zürcher Kantonalbank, Zürich Finanzplanungen und Vorsorgeanalysen für Privatpersonen mit Wohnsitz in der Schweiz
März 2007 – Nov. 2009	Kundenberater im UBS Wealth Management Schweiz, Rapperswil
März 2003 – Feb. 2007	Assistent im UBS Wealth Management Schweiz, Horgen und Rapperswil
Nov. 2000 – Feb. 2003	Trainee im Junior Key People Program (Hochschulabsolventenprogramm), UBS Wealth Management Schweiz
Aug. 1992 – Jan. 1997	Kundenberater Anlagen bei der Zürcher Kantonalbank, Männedorf